الأسـواق المالية الدولية

تقييم الأسهم والسندات

الدكتور: بن ابراهيم الغالي

الدكتور: بن ضيف محمد عدنان

دار علي بن زيد للطباعة والنشر - بسكرة / الجزائر

الطبعة الأولى : 2019

الأسواق المالية الدولية - تقييم الأسهم والسندات

الدكتور: بن ابراهيم الغالي - الدكتور: بن ضيف محمد عدنان

رقم الإيداع القانوني : السداسي الأول 2019



ردمك: ISBN : 978-9931-678-69-4

دار علي بن زيد للطباعة والنشر



الهاتف/الفاكس: 033.54.02.31

بســـــم الله الرحمن الرحيم

﴿وَقُلِ اعْمَلُوا فَسَيَرَى اللَّهُ عَمَلَكُمْ وَرَسُولُهُ وَالْمُؤْمِنُونَ ۖ وَسَتُرَدُّونَ إِلَىٰ عَالِمِ الْغَيْبِ وَالشَّهَادَةِ فَيُنَبِّئُكُم بِمَا كُنْتُمْ تَعْمَلُونَ﴾.

سورة التوبة الآية 105.

الأسـواق المالية الدوليــة

ـ تقييم الأسهم والسندات ـ

الأسواق المالية الدولية

- تقييم الأسهم والسندات -

الدكتور: بن ابراهيم الغالي   الدكتور: بن ضيف محمد عدنان

جامعة محمد خيضر – بسكرة

دار علي بن زيد للطباعة والنشر– بسكرة –الجزائر



عنوان الكتاب: الأسواق المالية الدولية – تقييم الأسهم والسندات–

المؤلفان: د/ بن ابراهيم الغالي و د/ بن ضيف محمد عدنان

الطبعة الأولى : 2019

رقم الإيداع القانوني : السداسي الأول 2019

ردمك: ISBN 978-9931-678-69-4



دار علي بن زيد للطباعة والنشر

حي الكورس عمارات بركامة–بسكرة–الجزائر

الهاتف/الفاكس: 033.54.02.31

للتواصل معنا: Email : elghali.benbrahim@univ-biskra.dz

❁ فهرس الكتاب ❁

المحور السابع :

المراكز المالية الدولية

المحور الثاني :

عناصر تقييم أدوات سوق الأوراق المالية 102

المحور الثالث :

نماذج التغطية من خلال عمليات سوق الأوراق المالية 130

المحور الرابع : نماذج تقييم الاسهم

مقدمة الكتاب :

لقد ألقت التطورات الهائلة في تقنيات الإعلام والاتصال بظلالها على مجال الصناعة المالية العالمية، فأصبحت الأسواق المالية الدولية أو ما يعرف بأسواق الاستثمار المالي الدولي أحد أبرز سمات النظام المالي العالمي الحديث، أضحت أكثر ترابطا وسرعة في أداء المعاملات المالية وبمبالغ مالية خيالية تفوق قيمة إجمالي أسواق السلع المنظورة وغير المنظورة في العالم، إذ تشير التقارير الرسمية إلى أن حجم التجارة العالمية بلغ سنة 2016 حوالي 21,5 ترليون دولار أمريكي، في حين أن هذا الرقم لا يمثل سوى أقل من 5 أيام تداول في أحد فروع السوق المالي الدولي وهو سوق الفوركس، والذي يقدره المحللون الماليون في المتوسط بحوالي 5 تريليون دولار يوميا، دون احتساب الفروع الأخرى من السوق النقدية والبورصات العالمية على غرارا بورصة وول ستريت وبورصة لندن وطوكيو .

فلا تكاد تخلو أي معاملة مهما كان نوعها -تجارية أو اقتصادية أو مالية أو سياسية أو اجتماعية - على المستوى الدولي سواء كانت نابعة من الحكومات أو الشركات أو الأفراد إلا وكانت السوق المالية الدولية أحد أهم أطرافها الرئيسية في تسوية مدفوعات تلك المعاملات، ومن هنا يمكن التأكيد على أن السوق المالية الدولية هي مصدرا أساسيا ومهما في العصر الحديث، و دعامة قوية من دعاماته، في النهوض باقتصاديات الدول وتوفير التمويل اللازم لخطط التنمية الاقتصادية للدولة ولمختلف القطاعات الاستثمارية والتجارية وفق أدوات مالية متنوعة .

ويلجأ الكثير من الافراد والمؤسسات الى توجيه الفوائض المالية لديهم الى استثمارات مختلفة تتناسب والآجال التي يستطيعون الاستغناء عن الأموال فيها، وكثيرا ما يحتاجون الى آجال متوسطة أو قصيرة لا تلبي الاستثمارات الحقيقية غرضهم بالتوفيق بين الإحتياج الى فوائض مالية والى الرغبة في استثمارها، فكان سوق الأوراق المالية البديل الأمثل للدخول الى عالم الاستثمار والتوجه هنا الى الاستثمارات المالية التي تعتمد الى أدوات مالية خاصة بالسوق وكذا الى على عمليات، والمستثمر المالي لا بد أن يكون ملما بمقتضيات وأسس الاستثمار بالسوق ومن أهم تلك الأسس هي القيمة العادلة أو القيمة الحقيقية للأداة ومعرفة هل الأداة وسعرها السوقي متناسبين أم أن هناك تفاوت بينهما وللإجابة على هذه الاشكال الذي يؤرق المستثمر كان لزاما فهم السوق وأدواته والنماذج المستعملة لتقييم تلك الأدوات.

أهداف الكتاب :

لقد صمم هذا الكتاب لتحقيق مجموعة من الأهداف التالية:

1. تكوين فكرة عن مفهوم الأسواق المالية بصفة عامة والأسواق المالية الدولية بصفة خاصة والتفريق بينهما ؛
2. التعرف على الأسواق النقدية الدولية وأسواق رأس المال الدولية والتفرقة بيتهما، ومحاولة الإلمام بأهم الأدوات المالية الدولية القصيرة والمتوسطة والطويلة الأجل؛
3. تسليط الضوء على الهيئات والمنضمات التي تؤطر عمل وتنظيم الأسواق المالية الدولية، كبنك التسويات الدولية و المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال ؛
4. مواكبة وفهم التطورات الحاصة في الأسواق المالية الدولية في ظل الأوضاع الراهنة ؛
5. الدراسة التطبيقية لأهم المراكز المالية العالمية على غرار سوق الفوركس، بورصة وول ستريت، بورصة لندن وغيرها ؛
6. تكوين فكرة عن مفهوم سوق الأوراق المالية بصفة عامة ونماذج التقييم بصفة خاصة، والتعرف على عمليات سوق الأوراق المالية، ومحاولة الإلمام بالأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية؛
7. رصد لأهم طرق التقييم والحساب ومعرفة القيمة الحقيقية للأسهم والسندات؛

أهمية موضوع الكتاب :

تنبع أهمية دراسة موضوع الكتاب من أهمية الدور الذي تقوم به الأسواق المالية الدولية في الاقتصاد العالمي وفي تمويل خطط التنمية الاقتصادية للدول والمشروعات الاستثمارية للشركات الكبرى، وفي الكيفية التي تؤثر بها الأسواق المالية الدولية من خلال أسواقها ومؤسساتها وأدواتها في النظام المالي العالمي، وكذلك الدور الذي تؤديه أسواق الأوراق المالية في الاقتصاد وفي مكانة السوق كمركز استثماري يستخدمه الأفراد والمؤسسات في عمليات التمويل والاستثمار.

هيكل خطة الكتاب :

يقع هذا الكتاب في قسمين رئيسيين، تم تقسيم محتواهما كما يلي :

الجزء الأول: الأسواق المالية الدولية.

المحور الأول : عموميات حول الأسواق المالية.
المحور الثاني: مفهوم الأسواق المالية الدولية.
المحور الثالث: أدوات السوق المالية الدولية .
المحور الرابع : مؤسسات إدارة أسواق المال الدولية .
المحور الخامس : كفاءة سوق المال الدولية .
المحور السادس : فروع السوق المالية الدولية.
المحور السابع :المراكز المالية الدولية.

الجزء الثاني: تقنيات تقييم الأسهم والسندات.

المحور الأول: مفاهيم عامة حول سوق الأوراق المالية.
المحور الثاني: عناصر تقييم أدوات سوق الأوراق المالية.
المحور الثالث: نماذج التغطية من خلال عمليات سوق الأوراق المالية.
المحور الرابع: نماذج تقييم الاسهم .
المحور الخامس: نماذج تقييم السندات.

الجزء الأول:

الأسواق المالية الدولية .

مقدمة الجزء الأول:

في هذا القسم الأول من الكتاب سيتم إعطاء فكرة عامة عن الأسواق المالية الدولية من وجهة نظر أكاديمية ومن وجهة نظر عملية واقعية، وذلك من خلال مجموعة من المحاور الرئيسية، تركز على المفهوم، الأهداف، الأهمية، الفروع و التعرف على أدوات السوق النقدية الدولية وأدوات سوق رأس المال الدولية ، وكذا طرق التمويل الرئيسية المتاحة في هذه السوق وآليات عمل السوق المالي الدولي، مع تسليط الضوء على أهم أسواق المال الدولية وفروعها والمراكز المالية الدولية وعلى أعرق الأسواق المالية العالمية القائمة فعلا، على غرار الأسواق النقدية الدولية، أسواق العملات الأجنبية أهمها الفوركس FX ، والبورصات الأمريكية والأوروبية والأسيوية وحتى العربية منها .

المحـــور الأول :

عموميات حول الأسواق المالية الدولية

تمهيـد :

قبل التعرف على حيثيات ومكونات السوق المالية الدولية ،وسرد وتحليل كل ما يتعلق بها، يجدر بنا أولا التعرف على السوق المالية بصفة عامة ومن وجهة نظر أكاديمية ،ليتسنى لنا بعد ذلك ضبط المفاهيم والمصطلحات الخاصة بها وكذا التمكن من التفرقة بين أهم المصطلحات الخاصة بالسوق المالية المحلية والسوق المالية الدولية .

أولا : تعريف السوق المالي .

للسوق المالي تعاريف متعددة ومتنوعة، تداولتها المؤلفات المختلفة للباحثين في مجال العلوم الاقتصادية والمالية والتخصصات المتفرعة عنها، لدرجة أنه يصعب حصرها في تعريف واحد شامل ودقيق ، إذ نجد أن أغلب التعاريف الموضوعة للسوق المالي ، تركزت حول أحد التعاريف التالية :

I. تلك الآلية التي يمكن من خلالها حشد وتجميع وتوجيه ادخارات الشركات والحكومات و الأفراد على مختلف أوجه الاستعمال الإنتاجية وغير الإنتاجية[1].

II. بأنه الآلية التي تمكن وتيسير للمتعاملين فيها القيام بإصدار وتداول أدوات الاستثمار القصيرة والطويلة الأجل ـ بتكلفة معاملات منخفضة وأسعار تعكس فرضية السوق الكفؤ[2].

III. هي مكان التقاء عرض الأموال (المدخرين) بالطلب عليها (المستثمرين) حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة وبالتالي تساعد في تكوين و صناعة رأس المال الذي يعتبر واحدا من أهم عوامل الإنتاج[3].

IV. وسيلة ينتفي فيها شرط المكان ،يلتقي خلالها المشترون و الوسطاء و المتعاملون والإداريون من ذوي الاهتمامات المادية أو المهنية بالأدوات الرأسمالية والنقدية أو بـالصرف الأجنبي بغرض تداول وتوثيق وتعزيز الأصول المختلفة الحقيقية والمالية

---

[1]مروان عطون : الأسواق المالية و النقدية البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال أدوات و آلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، الجزء الأول ، ديوان المطبوعات الجامعية ـــ الجزائر ـــ 1993، ص(16) .

[2]السيد متولي عبد القادر : الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير ، دار الفكر – عمان ، الأردن – 2009، ص (67).

[3]محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات و الأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة ، الطبعة الأولى ، الدار الجامعية ـــ الإسكندريةـــ 1998، ص(1) .

والنقدية لفترات متباينة طويلة أو قصيرة اعتمادا على قوانين وأنظمة وتعليمات و إلى حد ما عادات وتقاليد وأعراف معتمدة محليا أو دوليا[1].

❖ **استنتاج :**

وبذلك أصبح التعريف الآتي للسوق المالي يعكس وجهة نظر الباحث :

إذ أن المقصود بالسوق المالي هو آلية* أكثر منه موقع مادي أو منطقة جغرافية وبالتالي فهي هيئة منظمة تسمح بتسهيل عملية تدفق الأموال من وإلى الشركات والحكومات والأفراد من أجل تمويل الاستثمارات وفق منهج يعمل على إصدار وتداول أدوات مالية متنوعة تتراوح آجال استحقاقها من أقل من سنة إلى متوسطة وطويلة ،وتوثيقها وفق قوانين وأنظمة وتعليمات وبما يتناسب مع تحقق عوائد مرضية بأقل قدر ممكن من المخاطرة .

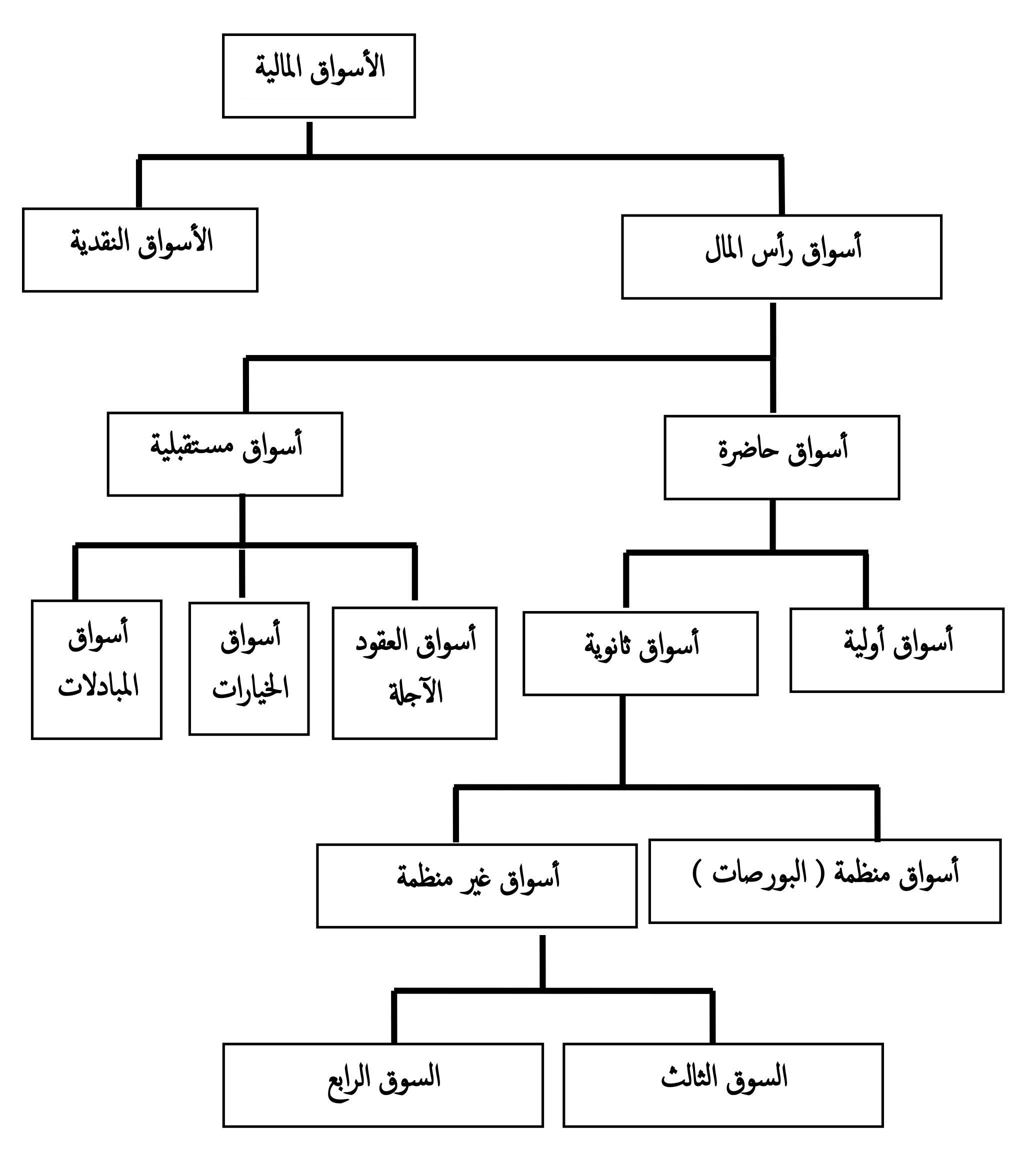
ثانيا : أقسام السوق المالية.

تركز العديد من المراجع العلمية فيما يخص أقسام الأسواق المالية على معايير مختلفة لإبراز أجزاء السوق المالي ،إلَا أن أكثر التقسيمات شيوعا ،هو التقسيم الذي يقر على أن السوق المالي يتكون من فرعين رئيسيين هما سوق رأس المال و السوق النقدية ، وما يتفرع عن كل واحد منهما، كما يوضح ذلك الشكل رقم(01) التالي :

[1] هوشيار معروف كاكا مولا، الاستثمارات و الأسواق المالية ، الطبعة الأولى ، دار صفاء للنشر و التوزيع -عمان ،الأردن ـــ 2003، ص(58) .

* يقصد بالآلية المجال أو الإطار أو الإجراءات والقواعد التي يدار على أساسها سوق المال.

شكل رقم (01) : أقسام الأسواق المالية.



المصدر:

محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية- الإسكندرية- 2002 ، ص(23،24).

I. الأسواق النقدية Money Markets :

و هي الأسواق التي يتم فيها إصدار و تداول الأصول و الالتزامات المالية قصيرة الأجل ذات درجة سيولة عالية ومستويات متدنية من المخاطر*، و التي لا تتجاوز فترات استحقاقها غالبا سنة واحدة، "وتوفر هذه الأسواق للأفراد والمؤسسات المختلفة والحكومات الآليات المناسبة لإدارة السيولة لديها بما في ذلك استثمار الفائض المتاح لدى تلك الجهات أو تغطية العجز الذي تواجهه في موازنتها المالية"[1] .

ويرتكز سوق النقد على عامل أساسي ومهم في التعاملات النقدية وهو سعر الفائدة بناءً على العرض والطلب، و قد تكون السوق النقدية سوقا أولية (سوق الإصدار) يتم فيها إصدار الأوراق المالية لغرض الاكتتاب فيها ،كما قد تكون سوقا ثانوية (سوق التداول) تتداول فيها الأوراق المالية بعد الاكتتاب فيها، وتتم الصفقات بين المتعاملين عن طريق مختلف وسائل الاتصال (الهاتف، الفاكس، التلكس و غيرها).

و من أهم المؤسسات العاملة في هذه السوق نجد :

1. البنوك المركزية:

دورها القيام بتنظيم و الإشراف ومراقبة السوق النقدية ، من خلال إصدار النقد و القيام بمهام السياسة النقدية و المتمثلة في تحكم السلطة النقدية في كمية النقود وتأثيرها في حجم الائتمان وسعر الفائدة .

2. البنوك التجارية :

وسميت البنوك التجارية بالتجارية لكون مطلوباتها (الخصوم) تتكون من جزء كبير منها من الودائع الجارية و تحت الطلب ، وموجوداتها تتشكل بنسبة كبيرة من قروض و أدوات استثمارية قصيرة الأجل قابلة للتسويق ، وتقوم بقبول النقود وتوظيف النقود بأنواعها لمدة قصيرة.

---

* إن المقصود بالمخاطرة هو التقلب المستقبلي في العائد ،مع احتمال التعرض لخسائر غير متوقعة، وغير مخطط لها، وبعبارة أدق هو التذبذب في العائد المتوقع على استثمار معين، وتحقق نتائج غير النتائج المراد حدوثها .

كما يمكن أيضا تعريف المخاطرة وفق معايير الاقتصاد القياسي على أنها تعبر عن درجة التشتت للعوائد المستقبلية عن متوسط القيم المتوقعة، وتقاس المخاطرة عن طريق التباين ، والانحراف المعياري أو معامل الاختلاف للعوائد الممكنة في المستقبل.

[1] سعد عبد الحميد مطاوع : الأسواق المالية المعاصرة ،مكتبة أم القرى للنشر - المنصورة ، مصر -2001،ص(08).

3. بنوك الاستثمار :

بنوك الاستثمار والأعمال هي بنوك ضخمة من حيث حجم رأس المال، وكذا رقم الأعمال، تقوم بتوظيف أموالها في المشروعات التجارية والصناعية والاشتراك في إنشاء الشركات، فهي تقدم قروض لمختلف المؤسسات الكبرى والمتعددة الجنسيات، إظافة لقدرتها على تمويل الحكومات والدول، فقروضها الطويلة الأجل غالباً ما تكون بملايين الدولارات وقد تصل إلى ملايير الدولارات،.

وتتمثل أهم الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدية(سيتم التفصيل فيها في الجزء المتعلق بالسوق المالية الدولية) فيما يلي:

أ. أذونات الخزانة Bills Treasury ؛

ب. شهادات الإيداع Deposits of Certificates؛

ج. الأوراق التجارية Papers Commercial؛

د. القبولات المصرفية Acceptance s'Banker؛

هـ. اتفاقيات اعادة الشراء Agreement Rep.

II. سوق رأس المال (Capital Market) :

هي أسواق يجري التعامل فيها بالأدوات المالية المتوسطة والطويلة الأجل والتي تستحق في فترات زمنية أطول من سنة[1]، حيث تتعامل بشكل رئيسي بالأسهم والسندات.

و تنقسم أسواق رأس المال إلى مجموعتين من الأسواق ، وهي :

1. الأسواق الآجلة (المستقبلية)؛
2. الأسواق الحاضرة (الفورية) .

1. السوق المستقبلية (Future Market) :

و هي جزء من السوق المالية تتعامل بالأوراق المالية من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، وتعرف أيضا بأسواق المشتقات المالية وذلك لأنها تقوم على مبدأ اشتقاق أسعار الأدوات من أدوات الأسواق المالية – الرئيسية – (الأسهم والسندات) وغيرها. [2]

---

1 السيد متولي عبد القادر ، مرجع سبق ذكره ،ص (95) .

[2] هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2003، ص: 65.

وهناك عدة عقود مشتقات وتسمى كل سوق على اسم العقود المبرمة فيها فمنها: [1]

أ. سوق عقود الخيارات :

ويتم فيها بيع وشراء عقود الخيار، وهذه العقود تعطي لصاحبها الحق في البيع أو الشراء[2] لأصل معين، بسعر معين يسمى سعر الممارسة أو التنفيذ وينفذ في تاريخ معين أو خلال مدة معينة وذلك مقابل حصـــول الطرف المحرر من الطرف المحرر له على علاوة معينة تحددها الشروط[3]،والعلاوة مقابل ذلك الخيار أو مقابل إلزامية العقد[4]،وعقود الخيار في الأساس غير ملزمة لحاملها[5] .

ب. سوق العقود الآجلة :

هي سوق تتعلق عقودها بشراء أو بيع كمية كبيرة معينة من سلعة أو من أداة مالية عند سعر معين في وقت محدد، وهي عقود ملزمة[6] لا تنطوي على حق الخيار في التنفيذ من عدمه.

ج. سوق عقود المبادلات (عمليات SWAP) :

وهي سـوق يتم فيها نوعان أساسـيان للمبادلات أحدهما للفائدة والآخر للعملة[7] ، ويتم من خلالها الاتفاق بين طرفين عن طريق وســـيط على تبادل التزامات وحقوق[8] خلال فترة مستقبلية وهذا على فترات دورية ، لذلك عرفت بأنها سلسلة من العقود اللاحقة التنفيذ.[9]

---

1 نفس المرجع، ص: 67.

2 هوشيار معروف : الاستثمارات والأسواق المالية ،الطبعة الأولى ، دار صفاء للنشر والتوزيع ــ الأردن ـــ 2003، ص(67)

3 مدحت صادق ، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبية، الطبعة الأولى ، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع ــ القاهرة ـــ 1997، ص(164) .

4 بن الضيف محمد عدنان : مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية ،دار النفاس للطباعة والنشر والتوزيع – عمان، الأردن – 2013، ص (254) .

5 زياد رمضان ،مبتدئ الاستثمار المالي والحقيقي، الطبعة الأولى ، دار وائل للنشر والطباعة ـــ عمان ـــ 1988، ص(91)

6 هوشيار معروف ، مرجع سابق، ص(67) .

7 نفس المرجع السابق ،ص(167) .

8 محمد مطر ، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية ،الطبعة الثالثة ، دار وائل للنشر ـــ الأردن ـــ 2004، ص(316) .

9 محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد: بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية ـمصر ـ 2005، ص(167) .

2. السوق الحاضرة (الفورية) (Spot or Cash Market) :

و يقصد بها تلك السوق التي يتم فيها تنفيذ الصفقات فورا، حيث يتم تسليم واستلام الورقة المالية محل الصفقة في نفس اليوم أو خلال فترة وجيزة عادة لا تتجاوز ثلاثة أيام عمل .

ويتفرع من السوق الحاضرة نوعين من الأسواق المالية هما :

- السوق الأولية ؛
- السوق الثانوية.

أ. السوق الأولية (Primary Market) :

وتعرف أيضا بسوق الإصدارات الجديدة ، حيث يتم فيها إصدار الأوراق المالية لأول مرة من طرف الشركات أو الجهات الحكومية و طرحها لجمهور المستثمرين للاكتتاب فيها ، من أجل تمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروعات قائمة بزيادة رأسمالها .

وعادة ما يتم إصدار و تسوق الأوراق المالية الجديدة والترويج لها بواسطة مؤسسة مالية متخصصة تسمى ببنوك الاستثمار (Investment Banks) ،وعادة البنوك التجارية وبعض المؤسسات المالية الأخرى .

وتؤدي المؤسسات المالية الوسيطة بمختلف أنواعها وأنشطتها دورا رئيسيا في هذه الأسواق، لا سيما بنوك الاستثمار التي تقدم النصح والمشورة إلى الشركات فيما يتعلق بأنسب أنواع الأوراق المالية المزمع إصدارها، وأنسب توقيت للإصدار وأنسب سعر وأنسب كمية، كما تقوم بترويج الأوراق المالية المصدرة وكذا قد تضمن للشركات بيع كم معين من الأوراق المالية المصدرة بسعر معين، وقد يقوم بنفس وظائف بنك الاستثمار كل من البنوك وشركات سمسرة الأوراق المالية. [1]

إن الأسواق الأولية هي التي تمثل الإضافة الحقيقية إلى الاستثمارات لأن اقتناء الأدوات الصادرة عن المنشآت المختلفة يعني مساهمة مباشرة في استثمار رؤوس الأموال من هذه المنشآت.

وتعكس الأسواق الأولية بشكل عام كل من: [2]

---

[1] صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص(22).

[2] هوشيار معروف، مرجع سابق، ص(61).

✓ واقع التغيرات التي تحدث في العلاقات الهيكلية للاستثمارات.

✓ تطور الاستثمارات في الاقتصاد المعني

✓ المناخ الاستثماري السائد.

✓ النظام السوقي المعتمد.

ويتم الإصدار في هذا السوق إما عن طريق: [1]

- **الاكتتاب العام**: وهو الإكتتاب لأول مرة من قبل شركات تحت التأسيس، أومن قبل شركات قائمة بالفعل بغرض زيادة مواردها المالية.
- **الاكتتاب المغلق**: وهو اكتتاب يقتصر على مؤسسي الشركة فقط ويمثل زيادة في رأس المال لشركات قائمة بالفعل.

ب. السوق الثانوية (Secondary Market)

تعد السوق الأولية الخطوة الأولى للنشاط المالي للورقة، إذ أن التوقف عند هذه السوق يفقد الورقة المالية مرونة تسييلها الأمر الذي يستدعي وجود أسواق أخرى محفزة ومنشطة لحركة تداول الإصدارات الجديدة، إذ تعد السوق الثانوية الصورة الأخرى لسوق رأس المال التي توفر مهمة المرونة والاستمرارية للورقة المالية.

حيث تعرف الأسواق المالية الثانوية بأنها السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية التي أصدرت في السوق الأولية، وتوفر هذه السوق السيولة للمستثمرين الذين اشتروا الأوراق المالية من السوق الأولية وعليه فان المستثمرين الذين يحملون هذه الأدوات قادرون بفضل هذا السوق أن يتخلصوا من هذه الأدوات، بسعر معروف في السوق*.

ونلاحظ أن كلا من السوق الأولية والسوق الثانوية يؤثر أحدهما على الآخر، فإذا كانت هناك سوق ثانوية نشطة يتم فيها تداول الأوراق المالية بكفاءة ويسر فإن هذا يشجع المستثمرين على ارتياد سوق الإصدار، ذلك أنهم يطمئنون إلى إمكانية تحقيق السيولة والسعر العادل لما

---

[1] شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر – دمشق، سوريا- 2002 ، ص(38).

* والملاحظ في هذه السوق أن متحصلات بيع الأوراق المالية لا تذهب إلى الجهة التي أصدرتها بل تذهب إلى حاملي هذه الأوراق والذين يحصلون على ناتج عملية البيع .

اكتتبوا فيه من الأوراق المالية وفي الجانب المقابل من سوق الإصدار فإن الإقبال على تأسيس شركات المساهمة والاكتتاب فيها من شأنه أن يضفي تنوعًا كبيرًا في إضفاء السعر العادل والسيولة للأوراق المقيدة فيه. (1)

ومن مواصفات السوق الثانوية أن المساهم فيها يستطيع بيع مساهمته (دين أو حصص) كله أو جزء منه إلى آخر، لذلك فانه يلجأ إليها كثير من المتعاملين، إذ لا يقصدون من وراء ذلك المشاركة الفعلية في المشروع بل يرمون إلى تحقيق الأرباح من فروق الأسعار فيشترون الأوراق لا للاحتفاظ بها بل لبيعها عندما ارتفاع سعرها في السوق.

ويتم التعامل في هذه السوق بين المتعاملين دون تدخل الشركة المصدرة لهذه الورقة في هذه العملية.

و تقسم السوق الثانوية إما إلى سوق منظمة تحكما قوانين و إجراءات رسمية، أو إما أسواق غير منظمة يقوم بإدارتها مجموعة من الوسطاء ، كما يلي :

- **السوق المنظمة (الرسمية) (Organized Capital Market)**

و تمثل في البورصة، التي تتميز بوجودها في موقع جغرافي محدد يلتقي فيه المتعاملون لبيع و شراء الأوراق المالية (لكافة أنواع و أشكال الأسهم والمسندات) المسجلة في تلك السوق والمستوفية لشروطها والتي تم إصدارها في السوق الأولية ،ويحكم تعاملاتها قواعد ولوائح رسمية منظمة تحت إشراف وإدارة مجلس منتخب من أعضاء السوق يسمى هيئة إدارة البورصة .

- **السوق غير المنظمة (غير الرسمية أو السوق التفاوضية) Unorganised Capital Market**

يطلق اصطلاح السوق المالية غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج السوق المنظمة (البورصة) ،كما تعرف بالسوق خارج المقصورة أو السوق الموازية أو فوق المنضدة Over The Counter (OTC)، ولا يوجد لها مكان رسمي محدد ، يكون الفاعلون فيها مختلف بيوت السمسرة ،ويتبادلون فيما بينهم المعلومات عن الأوراق المالية موضوع التبادل من خلال شبكة اتصالات قوية و سريعة .

وتتعامل الأسواق غير المنظمة أساسا في الأوراق المالية غير المسجلة بالأسواق المنظمة (البورصات) وعلى الأخص السندات، ذلك أن تعاملها في الأسهم عادة ما يكون على نطاق

---

[1] عطية فياض: سوق الأوراق المالية في الميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات - مصر- 1998، ص(46).

ضيق، غير أن هذا لا يمنع تلك الأسواق من التعامل في الأوراق المسجلة في السوق المنظمة، ولا يسرى عليها قواعد القيد والإفصاح التي تسري على الأوراق المالية المقيدة بجداول البورصة.

في الولايات المتحدة الأمريكية تعتبر السوق غير المنظمة ثاني سوق بعد بورصة نيويورك وخامس سوق في العالم بعد بورصة طوكيو ونيويورك وتايوان ولندن من ناحية حجم الأموال المتداولة في الأوراق المالية ، ولذلك فقد تم تكوين ما يسمى بالاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية NASD (**N**ational **A**ssociation of **S**ecurity **D**ealers)كتنظيم ذاتي يضم السماسرة والتجار في هذه السوق ، ويقوم على تنظيم هذه السوق ومنح التراخيص للسماسرة ، وبالتالي فإن NASD يهدف إلى حماية المستثمرين والمحافظة على مصالح أعضاءه ، وكذا توفير المعلومات الخاصة بالأسعار وأحجام التعامل[1] .

و في الولايات المتحدة الأمريكية تشمل السوق غير المنظمة كلا من السوق الثالث و السوق الرابع ، كما يلي :

✓ السوق الثالث (Third Market) :

تمثل قطاع من السوق غير المنظمة، تتكون من بيوت السمسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة (البورصة)، وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك السوق، وهي أسواق مسامرة على استعداد دائم لشراء أو بيع الأوراق المالية بأي كمية مهما كبرت أو صغرت ،أما جمهور العملاء في هذه السوق هم : [2]

- المؤسسات الاستثمارية الكبيرة؛
- شركات إدارة أموال المعاشات ؛
- صناديق المعاشات ؛
- الأموال المؤتمن عليها التي تديرها البنوك التجارية ؛

1 سعيد توفيق عبيد : الاستثمار في الأوراق المالية ،مكتبة عين شمس للنشر – القاهرة ، مصر – 1999 ، ص (76) .
2 منير إبراهيم هندي : الأوراق المالية وأسواق راس المال ،منشأة المعارف للنشر – الإسكندرية ، مصر – 1999 ، ص (109)

- شركات رأس المال المخاطر* ؛
- بيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في البورصة .

❖ **نتيجة :**

عادة ما تتميز السوق الثالث بانخفاض تكاليف خدماتها المتمثلة في العمولة التي تتقاضاها من هؤلاء العملاء مما يشجع ذلك المؤسسات الاستثمارية الكبيرة في حصولها على خصم في العمولة مقارنة بتعاملاتها في البورصة النظامية .

✓ **السوق الرابعة (The fourth Market) :**

وهي سوق التعامل المباشر بين المؤسسات الكبيرة وأغنياء المستثمرين، وبذلك يتجنبون التعامل مع السماسرة وتجار الأوراق المالية، وهذه السوق تقوم على شبكة اتصالات بين المستثمرين الكبار والذين يتعاملون في أحجام ضخمة من الأوراق المالية[1]، وبسرعة أكبر في إبرام الصفقات .

والتعامل في السوق الرابعة هو بمثابة استراتيجية إضافية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة ، وبذلك فالسوق الرابعة تعد منافسا قويا للأسواق المنظمة مما قد يترب عليه إجبار السماسرة والتجار في الأسواق الأخرى على تخفيض ما يتقاضونه من أتعاب[2].

❖ **نتيجة :**

إن ما يعاب على الأسواق غير المنظمة هو عدم وجود آليات وأدوات للحد من التدهور أو الارتفاع الحاد في الأسعار وأثناء حدوث الأزمات المالية والاقتصادية ، على عكس ما هو عليه الحال في الأسواق المنظمة حيث يمكن لإدارة البورصة إيقاف

---

* شركات رأس المال المخاطر : هي شركات يقوم نشاطها على المشاركة في مشروعات أو شركات جديدة ذات مخاطر عالية أو مشروعات قائمة متعثرة لا تحقق العائد المطلوب منها، بغرض تحسين فعالية تلك المشروعات وتعظيم عوائدها الاستثمارية، بصورة تتناسب مع درجة المخاطر التي تتعرض لها .

[1] سعيد توفيق عبيد ،مرجع سبق ذكره ، ص (77) .

[2] نفس المرجع السابق، ص (111) .

التعامل في ورقة مالية معينة على أمل دخول مشترين أو بائعين إضافيين لتحقيق التوازن ، أو إغلاق البورصة لأيام أو أشهر لتفادي انهيار أسعار الأوراق المالية المقيدة فيها ، ويتم فتحا للتداول بعد عودة الاستقرار الاقتصادي والمالي .

المحـــــور الثاني :
مفهوم الأسواق المالية الدولية

تمهيـد :

إن التطور الذي عرفته الصناعة المالية على الصعيد الدولي في شتى الميادين ،أدى إلى زيادة وتنوع الأدوات والخدمات المالية الدولية ،مما نتج عنها تعقيدات في حصر أصولها في نوع محدد دون الآخر والتشعب في ضبط مفهومها ،بما يتناسب مع متطلبات العصر الحديث .

أولا: تعريف الأسواق المالية الدولية :

ينصرف تعريف السوق المالية الدولية إلى عدة مفاهيم تتمحور كلها حول التعاريف التالية : [1]

I. تعرف سوق المال الدولية بأنها تلك السوق التي تسمح بتداول الأوراق المالية لمنشآت أو هيئات في دول أخرى ؛

II. يقصد بالسوق المالية الدولية تلك السوق التي يسمح فيها لأي مستثمر مهما كانت جنسيته أن يتعامل شراءً وبيعا في الأوراق المالية التي تصدرها منشآت وهيئات محلية؛

III. سوق المال الدولية هي السوق التي يكون فيها تواجد للمستثمرين وللأوراق المالية من دول أخرى .

❖ **نتيجة :**

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن إدراج تعريف لسوق المال الدولية كما يلي : تعتبر السوق المالية الدولية مصدرا رئيسيا للحصول على التمويل الدولي ،كما أنها تمثل مجالا واسعا لتوظيف واستثمار الأموال الفائضة العابرة للحدود ، والتي تعود للأفراد والمؤسسات والبنوك والحكومات من مختلف الجنسيات والمتدخلون في هذا السوق ، ويتم التعامل فيه بمختلف الأدوات المالية ونقدية بقيم مالية أكبر ومقيمة بعدة عملات أجنبية قابلة للتداول عالميا .

ثانيا : أسباب ظهور الأسواق المالية الدولية .

ساهمت مجموعة من العوامل والدوافع بشكل كبير في ظهور الأسواق المالية الدولية كآلية مهمة في تعبئة الموارد المالية سواء على مستوى المؤسسات والشركات الاقتصادية ، أو سواء

---

[1] منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره ، ص (689) .

على مستوى الدول والحكومات لدفع عجلة التنمية لديها، وتكم أهم الأسباب التي أدت إلى ظهور الأسواق المالية الدولية إلي ما يلي :

I. ظهور المعاملات المصرفية في أواخر القرون الوسطى (1175) خاصة في إيطاليا[1] ، ودخول أدوات نقدية جديدة حيز التنفيذ كالكمبيالة والسندات الأذنية؛

II. طهور البنوك كمؤسسات مالية وفق قوانين وأسس تحكمها كتن سنة 1401 م ،وهو تاريخ نشأة بنك برشلونة في إسبانيا ، وال\اي كان يقبل الودائع ويخصم الكمبيالات ، ثم تلاه أقدم بنك حكومي تأسس في البندقية فنيسيا سنة 1587م Banca de lla piazza di Rialta ، وجاء بعده بنك أمستردام في هولندا سنة 1609م الذي أنشأته بلدية أمستردام لكي يرتعي حسن تسيير الودائع [2]،وبعدها ازدهرت أعمال البنوك بأشكالها المختلفة وانتشارها في العالم؛

III. ازدهار التعاملات المالية بظهور البورصات في العالم، وكان أولها في أنفر (Anvers) ببلجيكا عام 1536، ثم في أمستردام عام 1608، ثم في لندن عام 1666، ثم في باريس عام 1808[3] ، وتلالها في القرنين التاسع عشر و العشرين نشأة المراكز المالية الدولية على غرار المركز المالي في لندن و وول ستريت في الولايات المتحدة الأمريكية؛

IV. ظهور الثورة الصناعية و النهضة التكنولوجية التي أدت إلى توسع المشاريع الاستثمارية ونطاق المعاملات التجارية خارج الحدود المحلية للدول ؛

V. دفعت الحاجة للتمويل إلى ظهور شركات المساهمة الضخمة و التي أتاحت للأفراد المشاركة في رأس مال الشركات بما يكفل لها التمويل اللازم للنشاطات الاستثمارية؛

VI. هيمنة النظام الاقتصادي الرأسمالي الذي يدعو الملكية الفردية لوسائل الإنتاج و للتوسع في النشاط الاقتصادي ،من خلال زيادة الاهتمام بالاستثمارات التي تتطلب موارد

---

[1] محمد إبراهيم أبو شادي : البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق ، الطبعة الأولى ، دار النهضة العربية – القاهرة –2000 ،ص (04) .

[2] شاكر القزويني : محاضرات في اقتصاد البنوك ، ديوان المطبوعات الجامعية - الجزائر - 2008 ، ص (26) .

[3] صلاح الدين حسن السيسي: بورصات الأوراق المالية الأهمية الأهداف السبل مقترحات النجاح، الطبعة الأولى، عالم الكتب ـ القاهرة ـــ 2003، ص(10).

مالية كبيرة تفوق قدرات و إمكانيات الأفراد، والتي تستدعي البحث عنها من مصادر إقليمية وجغرافية متعددة عبر العالم؛

VII. توسع الحكومات والشركات الكبرى في الاقتراض الخارجي لأجل تغطية العجز في التمويل الذاتي الموجه لتمويل التنمية الاقتصادية والمحلية مما أسهم في ظهور مؤسسات دولية متخصصة في تمويل الدول ؛

VIII. زيادة الطلب من طرف الحكومات والشركات الكبرى للحصول على العملات الأجنبية لأداء التزاماتها المالية تجاه أطراف دولية ،مما نتج عنه ظهور أسواق عالمية للتداول على العملات الأجنبية ؛

IX. تطور الأدوات المالية والنقدية المصدرة على المستوى الدولي لغرض جلب إما مساهمين جدد في المؤسسة أو إما تنويع مصادر الإقراض لديها ، وكذا إصدار الحكومات لأوراق الدين لغرض تمويل خطط التنمية لديها.

ثالثا : أهداف السوق المالية الدولية :

تكمن أهداف الأسواق المالية الدولية في النقاط التالية :

I. اقامة سوق مالي لتعبئة الموارد المالية على نطاق عالمي وتهيئة الظروف التي تساعد على تدفق رؤوس الأموال في الاتجاهين ؛

II. اصلاح نظام الاقراض الدولي الممنوح من مؤسسات التمويل العالمية وفق أسس وضوابط أكثر شفافية ومصداقية ؛

III. تنسيق اسعار الفائدة على القروض والسندات الدولية الممنوحة بين المتعاملين الدوليين؛

IV. تنظيم السوق الدولية المتخصصة في أسعار صرف العملات الأجنبية وضبط تعاملاتها في مجال معدلات صرف العملات من خلال إيجاد هيئات ومنظمات متخصصة تضطلع بمهام المراقبة والإشراف والتوجيه؛

V. تبني الإجراءات العملية والعملية في معالجة القضايا المالية والنقدية العالمية المستجدة(الأزمات المالية) ؛

VI. تنظيم الاسواق المالية والنقدية الدولية وامدادها بالسيولة على المستوى الدولي ضمن اجراءات اقتصادية دولية فعالة.

رابعا : وظائف الأسواق المالية الدولية:

للسوق المالية الدولية مجموعة من الوظائف ،يمكن إيجازها فيما يلي:

I. حشد المدخرات المالية الدولية الموجهة لخدمة الكيانات الاقتصادية ودعم الائتمان الداخلي والخارجي ؛
II. تسهيل عملية تحويل الأموال وفق قنوات رسمية وقانونية؛
III. المساهمة في تمويل خطط التنمية الدولية والمحلية خاصة للدول النامية ؛
IV. تحديد السعر العادل للأدوات المالية والنقدية المتداولة في السوق المالي من خلال مفهوم الكفاءة المالية للسوق ؛
V. تطوير الأساليب و الإجراءات الكفيلة بالحد من المخاطر المرتبطة بالمعاملات المالية والنقدية ؛
VI. تنظيم إصدار الأدوات المالية ومراقبتها والتعامل بها ؛
VII. توفير قواعد وإجراءات سليمة وسريعة ذات كفاية للتسوية والمقاصة من خلال مراكز مالية دولية ؛
VIII. توفير المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق الافصاح عنها لحاملي الأدوات المالية ليشمل الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية؛
IX. المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية؛ وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي؛
X. تساهم السوق المالية الدولية في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات.

خامسا: المتعاملون في السوق المالية الدولية :

هناك أطراف عديدة تتعامل في سوق النقد الدولية ،أهمها :

I. البنوك المركزية و التي تتولى مهمة الإشراف والرقابة على حركة التعاملات والتحولات للعملات الأجنبية ؛
II. البنوك التجارية والبنوك الاستثمارية، والبنوك المتخصصة .
III. شركات السمسرة في الأوراق المالية الدولية ومؤسسات الوساطة المالية الأخرى؛
IV. الصناديق الاستثمارية الإقليمية والدولية ؛
V. شركات التأمين وصناديق التقاعد ؛
VI. المؤسسات النقدية الدولية كصندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء والتعمير وبنك التسويات الدولية؛
VII. الصناديق الإقليمية وبيوت المقاصة وبعض الشركات المالية المتخصصة في العمليات المالية الدولية.
VIII. البورصات العالمية ،كبورصة لندن ونيويورك للأوراق المالية ... .
IX. الشركات الضخمة و الشركات المتعددة الجنسيات ،و شركات الاستثمار الإقليمية والعالمية .
X. الحكومات والدول والمنظمات و الاتحادات الاقتصادية .
XI. كل جهة رسمية أو غير رسمية طالبة أو عارضة لرؤوس الأموال المشروعة على المستوى الدولي .

سادسا : شروط قيام السوق المالية الدولية .

لقيام السوق المالية على مستوى دولي لا بد من توفر مجموعة من الشروط الأساسية والتي في نفس الوقت من عوامل نجاح السوق المالية الدولية ،والمتمثلة فما يلي :

I. وجود الاستقرار السياسي في الدولة أو المنطقة أو الإقليم الجغرافي أو الاتحاد الدولي المراد فيه قيام سوق مالية دولية ، لتشجيع تدفق رِؤوس الأموال الأجنبية من وإلى السوق المالية الدولية؛

II. تبني سياسة اقتصادية ليبيرالية قائمة على اقتصاد السوق تضمن الحرية الاقتصادية والمنافسة الحادة النزيهة وتشجع القطاع الخاص ؛

III. تبني منظومة مالية مرنة ومتزنة فيما يخص السياسة الضريبية و السياسة النقدية والمالية تهدف إلى تقليل القيود والضغوط المفروضة على رأس المال ؛

IV. تبني منظومة تشريعية وقانونية مناسبة لتحفيز التعاملات في هذه السوق ، وكذا العمل على تطبيق معايير وقوانين الهيئات الدولية المؤطرة لعمل السوق المالي الدولية؛

V. وجود جهاز مصرفي قوي ومتكامل تقوده بنوك مركزية كفؤة لضمان توفير السيولة اللازمة للسوق المالي في ظل مستويات مقبولة من المخاطرة ، وتساعد على زيادة المدخرات وتشجيع عمليات الاستثمار وتنميتها ؛

VI. وجود عدد كاف وقوي من أسواق رأس المال ، كالبورصات المحلية والإقليمية في المنطقة أو الدولة أو الاتحاد الاقتصادي يكمل بعضها البعض وبما يشجع على تكوين شركات المساهمة العامة والخاصة التي يتم تداول أسهمها في السوق المالي ؛

VII. ضرورة ربط السواق المالية الدولية بسواق مالية مجلية ودولية ببعضها البعض لضمان توفير المعلومات بدقة وكفاءة عالية ونشرها بصفة آنية ودورية حول أوضاع السوق العالمية وكذا الشركات و المتعاملين في السوق الدولية نفسها ؛

VIII. وجود خبراء مالين وإداريين أكفاء لتسيير السوق والتعامل مع الأوضاع الطارئة ؛

IX. توفر السوق المالي على أدوات مالية متنوعة من حيث الجودة والآجال وكذا الجهات المصدرة وتشمل مختلف القطاعات الاقتصادية والمالية والتجارية ـ واتسامها بالمرونة الكافية لسهولة تداولها وامكانية ؛

X. ربط السوق المالي بأدوات و وسائل وأجهزة اتصال تكنولوجية وشبكات وبرامج جد متطورة تضمن سرعة توفير المعلومات وأداء الصفقات ، وإمكانية عقد الصفقات عن بعد في أي نقطة جغرافية على وجه الأرض ؛

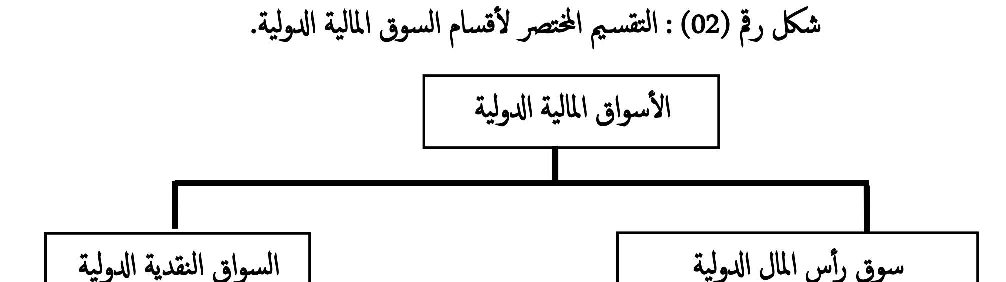
XI. امكانية التعامل بمختلف العملات الأجنبية خاصة العملات القيادية منها (الدولار الأمريكي ،الجنيه الإسترليني ،الأورو ، الين الياباني ،الدولار الكندي و الفرنك السويسري) ،وكذا استقرار العملة في الدولة أو المنطقة المراد فيها إيجاد سوق مال دولية ؛

XII. ضرورة وجود نظام اقتصادي متطور ، وكذا عدد هائل من المؤسسات الاقتصادية والمالية و التجارية .

سابعا : أقسام سوق المال الدولية :

إن اقسام سوق المال الدولية من الناحية الشكلية هي نفس تقسيمات السوق المالي التي سبق التطرق لها في تقسيمات السوق المالي بصفة عامة، لكنها تخالف من ناحية الآليات والنطاق الجغرافي وعملة التقييم ، وعلى هذا الأساس سيتم التركيز على التقسيم الأساسي المختصر للسوق المالية الدولية ، والذي يبرز الفروع الرئيسية للسوق المالية الدولية ، كما يوضح ذلك الشكل رقم (02) التالي :

شكل رقم (02) : التقسيم المختصر لأقسام السوق المالية الدولية.



المصدر : من اعداد الباحثين .

I. السوق النقدية الدولية :(Internationale Money Markets)

ينصرف معنى سوق النقد الدولي إلى قيام البنوك التجارية بالاحتفاظ بودائع بالدولار أو اليورو لدى بنوك تجارية في الخارج ، ومن أشهر أسواق النقد الدولية سوق الأورو دولار ، ولا يقتصر الإيداع بالدولار على البنوك التجارية ،وإنما تقوم البنوك المركزية أيضا بإيداع ما بحوزتها من دولارات أو يورو في حسابات بالدولارات أو باليورو أو كليهما في بنوك خارجية بغرض الاستثمار أو تسوية معاملات مع البنوك الأجنبية .[1]

[1] محمد أحمد الأفندي : النقود والبنوك، الطبعة الأولى ،دار الكتاب الجامعي– صنعاء ،اليمن - 2009 ، ص (115) .

ويكون التعامل في هذه السوق في تلك الودائع التي تكون بمبالغ كبيرة ولمدة قصيرة تتراوح من يوم إلى سنة، وتتأثر هذه السوق بالتقلبات التي تطرأ على أسعار الصرف، وهذا يعود إلى أن التعامل يجري بالعملات الأجنبية ، وتقوم الشركات ذات النشاط الدولي بإيداع فوائدها المالية والاقتراض قصير الأجل من البنوك المتعاملة في هذه السوق لتمويل تجارتها الدولية .

وكان من أهم العوامل المساعدة على ظهور الأسواق المالية الدولية تراكم الفوائض البترولية للدول المصدرة للنفط في عشرية السبعينيات من القرن المنصرم والتي تم إيداعها في بنوك دولية، واستغلالها في مجال الإقراض و الاقتراض للدول والشركات و الحكومات.

II. سوق رأس المال الدولية (Internationale Capital Market) :

يتعلق سوق رأس المال الدولي بحركات رؤوس الأموال وما يتمخض عنها من معاملات مالية دولية متوسطة وطويلة الأجل تكون فترة استحقاقها أكثر من سنة ،ويتم التعامل في هذه السوق بين مختلف دول العالم من خلال أسواق الأوراق المالية الإقليمية والدولية أو بما يعرف بالبورصات، ومن الأمثلة على تلك البورصات الدولية نجد بورصة لندن في بريطانيا ،وبورصة طوكيو في اليابان ،وبورصة نيويورك في الولايات المتحدة الأمريكية وبورصة فرانكفورت في ألمانيا ... إلخ.

ويتم التعامل في هذه السوق بإصدار وتداول الأوراق المالية على غرار الأسهم الدولية والسندات الدولية ، أشهرها الأوربية والأجنبية، ومن أهم العوامل الاعتيادية – باستثناء الأزمات المالية والاقتصادية الطارئة - المؤثرة في سوق رأس المال الدولية هي التغيرات في أسعار الفائدة و أسعار صرف العملات الأجنبية خاصة منها العملات القيادية .

المحــــور الثالث :

أدوات الأسواق المالية الدولية

تمهيد :

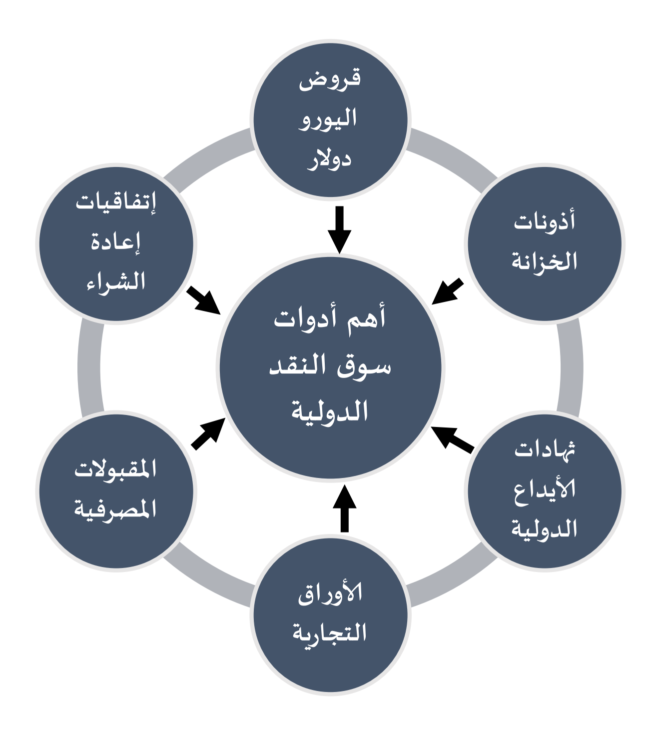
تختلف أدوات السوق المالية الدولية عن تلك الأدوات المالية المتداولة في السوق المالية المحلية من حيث نطاق تداولها الجغرافي لكونها عابرة للحدود ، وكذلك من حيث قيمتها المالية والتي تكون عادة بمبالغ أكبر ،وأيضا من حيث نوع العملات المستخدمة في تقيمها والمتعاملين الأجانب الذين يتداولونها .

أولا : أدوات التعامل في السوق النقدية الدولية.

تختلف الأوراق المالية المتداولة في أسواق النقد عن تلك المتداولة في أسواق رأس المال،

والشكل رقم (03) الموالي يوضح أهم الأدوات النقدية المتداولة في أسواق النقد هي:

الشكل رقم (03) : أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد الدولية .



المصـــــــــدر : من اعداد الباحثين

I.   أذونات الخزينة Treasury Bills :

هي أدوات دين قصيرة الأجل ،تصدرها الحكومة لغرض الاقتراض ، وتتراوح فترة استحقاقها ما بين ثلاثة أشهر واثنى عشرة شهرا ، وهي لا تحما سعر فائدة وانما تباع بخصم عن طريق المزاد العلني ، أي بسعر يقل عن قيمتها الإسمية على أن يسترد مشتريها قيمتها الإسمية فب تاريخ الاستحقاق ، وتمثل الفائدة التي يحصل عليها المقرض في الفرق بين ما دفعه عند شراء الورقة ثمنا لها ، وبين قيمتها الإسمية التي يقبضها في تاريخ الاستحقاق[1].

وعادة وتكون مدتها تتراوح ما بين 91 و 182 يوما بالنسبة للأذونات التي تصدر أسبوعيا ، و 52 أسبوعا بالنسبة للأذونات التي تصدر شهريا .

❖ نتيجة :

إذن أذونات الخزانة هي أدوات مديونية ذات كوبون صفري (دون سعر فائدة) قابلة للتداول ومنعدمة المخاطرة لأنها حكومية يصدرها البنك المركزي لحساب خزينة الدولة، وتباع لصالح كبار المستثمرين بقيمة بيعيه أقل من قيمتها الاسمية على أن يحصل حامله على فائد وليس سعر فائدة أثناء تاريخ الاستحقاق .

II.   شهادات الإيداع على المستوى الدولي :

تشهد الأسواق المالية نوعين رئيسيين من شهادات الإيداع من حيث آلية ومكونات كل نوع هما:

- شهادات الإيداع المصرفية ؛
- شهادات الإيداع الدولية .

1. شهادات الإيداع المصرفية :

فتعرف على أنها شهادة تمثل أداة دين تصدرها المصارف التجارية للمودعين وتعطي حاملها فائدة سنوية بنسبة معينة ، وتسترد قيمتها الإسمية في تاريخ استحقاقها من البنك الذي أصدرها،

---

[1] مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان : أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول ،كنوز أشبيليا للنشر ـــ الرياض، المملكة العربية السعودية ـــ 2005 ، ص (267 ، 268) .

وهي قابلة للتداول [1] بالتظهير، وبدأ إصدار شهادات الايداع القابلة للتداول لأول مرة في نيويورك عام 1961 .

❖ **نتيجة :**

إن شهادة الإيداع المصرفية تثبت أن حاملها قد أودع لدى المصرف التجاري مبلغا من المال بأحد العملات الأجنبية ذات مدة استحقاق و سعر فائدة ثابت يحسب على أساس 360 يوما ، مما يترتب على البنك المصدر لها التزاما ماليا بتسديد القيمة الاسمية للشهادة والفائدة المستحقة عليها ،وغالبا ما تكون القيمة الإسمية لشهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول دوليا بحوالي المليون دولار أمريكي أو أقل من ذلك.

2. شهادات الإيداع الدولية :

شهادات الإيداع الدولية هي أداة مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية الدولية ، ويقوم بإصدارها أحد المؤسسات أو البنوك الدولية مثل بنك نيويورك (Bank Of New York) ودوتش بنك (Deutsche Bank) بالدولار الأمريكي أو أي من العملات الأجنبية الأخرى المتداولة في السوق مقابل الاحتفاظ بغطاء يقابلها من الأسهم المحلية وذلك بناء على اتفاق مع شركة مصدرة محلية ، ولحامل الشهادة الحق في الحصول على التوزيعات النقدية والعينة ومن بيع الأسهم ،وهناك نوعان من شهادات الإيداع الدولية هما شهادات الإيداع الأمريكية ADRs (American depositary receipts) و شهادات الإيداع الدولية GDRs (Global depositary receipts) [2] ، ويتم تداولها في الأسواق المال الدولية مثل بورصة لندن أو بورصة لوكسمبورج أو بورصة نيويورك.

❖ **نتيجة :**

يكمن الفرق بين شهادات الإيداع المصرفية التي يمنكن تداولها عالميا بعملات أجنبية، وشهادات الإيداع الدولية فيما يلي :

---

[1] اسماعيل أحمد الشناوي وعبد المنعم مبارك : اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية ، الدار الجامعية – الإسكندرية – 2002 ،ص (125) .

[2] السيد متولي عبد القادر ، مرجع سبق ذكره ، ص(156) .

- شهادات الإيداع المصرفية تداولها كبديل عن الودائع لآجل المودعة لدى البنوك التجارية، والأطراف التي تتعامل بالشهادة هم المودع الدائن والبنك التجاري المصدر والمودع لدية وهو مدين ،وحامل الشهادة بالتداول .
- شهادات الإيداع الدولية يتم تداولها كبديل عن الأوراق المالية الأصلية المقيدة في البورصات والتي - شهادات الإيداع الدولية- يتم إصدارها بهدف زيادة رأس المال، ويتم إيداع الأوراق المالية لتلك الشركة لدى وكيل بنك الإيداع أو بنك الإصدار في المعتاد يكون بنك محلى، والأطراف التي تتعامل بالشهادة هم الشركة المصدرة والبنك المدير للإصدار وبنك الإيداع والحفظ الدولي ، و وكيل الإيداع وهو بنك محلي ، وكذا مراجع الحسابات والمستشار القانوني للإصدار وشركة الوساطة المالية .

III. المقبولات المصرفية Banker's Acceptances :

تعد المقبولات المصرفية من أهم أدوات الدين قصيرة الأجل التي تستخدم في ميدان تمويل التجارة الخارجية والداخلية ، والقبول المصرفي هو حوالة مصرفية (أي وعد بالدفع مماثل للشيك) تصدره شركة معينة تطلب فيها من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث مبلغا من محددا من المال في المستقبل يحدد بتاريخ معين ، ويقوم البنك بقبول (ختم) الحوالة بعبارة مقبول Accepted [1].

❖ **نتيجة** :

إذن تعتبر المقبولات المصرفية سند دين مسحوب على بنك من قبل عميله ، وهو أمر بدفع في المستقبل في تريخ محدد مسبقا ، وتسمية المقبولات المصرفية مستمدة من قبول البنك المسحوب عليه بالدفع عندما يسجل على وجه ذلك السند عبارة مقبولة ، وهي قابلة للتداول ، ومضمونة الاستفاء من طرف البنك .

[1] اسماعيل أحمد الشناوي وعبد المنعم مبارك، مرجع سبق ذكره ، ص(130) .

IV. اتفاقية إعادة الشراء Repurchase Agreements :

هي اصطلاح يستعمل في سوق النقد ، وبعني الحصول على الأموال عن طريق بيع مجموعة من الأوراق المالية مع إبرام اتفاقية في نفس توقيت وتاريخ العقد الأول ، يتعهد بموجبه البائع بإعادة بيع نفس الأوراق المالية بعد فارة قصيرة حدا غاليا ما تكون لية واحدة (Overnight) وبمدة أقصاها 72 ساعة عمل ، وبسعر أعلى من سعر البيع الأول يتفق عليه، وبذل يتم التسليم والاستلام الفعلي للأوراق المالية عن عملية البيع وإعادة الشراء .

❖ **نتيجة :**

إذن تعتبر اتفاقية إعادة الشراء بمثابة قرض قصير الأجل لمدة تتراوح بين ليلة واحدة وثلاثة أيام بضمان أصول مالية لفائدة المالك الأول للأوراق المالية ، مقابلها المادي هو الفرق الإيجابي بين سعر الشراء الأول و سعر البيع الثاني لصالح المالك الثاني لأوراق المالية .

V. الأوراق التجارية الدولية Commercial Paper :

الورقة التجارية هي ورقة دين أو محرَر يتعهد بمقتضاه شخص بأداء مبلغ من النقود في زمان ومكان معين لشخص أخر[1]، مع إمكانية نقل الحق من شخص إلى آخر عن طريق التظهير أو المناولة، على أساس سعر خصم يكون أعلى من العائد المحقق من أذونات الخزانة، وتتخذ الأوراق التجارية ثلاثة أشكال هي :

1. الشيك :

هو أمر مكتوب من الساحب إلى المسحوب علية بأن يدفع بمجرد الاطلاع عليه مبلغا من النقود لمصلحة من يحدده الأمر .[2]

2. الكمبيالة أو السفتجة :

هي مكتوب غير مقيد بشرط ، تتضمن أمرًا من شخص، يسمى الساحب ، لشخص آخر، يسمى المسحوب عليه ، بأن يدفع مبلغًا معينًا ، بمجرد الاطلاع، أو في تاريخ معين، أو قابل للتعيين، لشخص ثالث، يسمي المستفيد، أو الحامل.

---

[1] شاكر القزويني : محاضرات في اقتصاد البنوك ، ديوان المطبوعات الجامعية –بن عكنون ، الجزائر - 2008، ص (116) .

[2] فيصل فارس: التقنيات البنكية محاضرات وتقنيات، الجزء الأول ة ،مطبعة الموساك رشيد ــ القبة، الجزائر - 2013 ،ص(188).

3. السند لأمر أو السند الأذني :

هو ورقة تجارية تحرر بين شخصين لإثبات ذمة مالية واحدة ،يسدد بموجبها ما المدين للدائن ما عليه في تاريخ الاستحقاق[1] ، وهو قابل للخصم .

ويعد النشاط التجاري من أهم الأنشطة الاقتصادية التي تتعدى في ممارستها حدود الدولة الواحدة، لذا فقد ذاع استخدام الأوراق التجارية في معاملات التجارة الدولية كأدوات لتسوية هذه المعاملات، إذ تحرر الورقة في بلد ما ويجري تداولها في بلد أو بلدان أخرى قبل أن تصل إلى البلد الذي تستحق الوفاء فيه ،و قد اتخذ من الكمبيالة نموذجاً أمثل للأوراق التجارية باعتبار أنها تضم جميع العمليات المتعلقة بالأوراق التجارية.[2]

❖ **ملاحظة :**

إن استخدام الأوراق التجارية على المستوى الدولي محدود في معظم الأسواق المالية الدولية ما عدا الولايات المتحدة الأمريكية وكندا ،حيث يتوافر لها سوق واسع نسبيا .

VI. قروض اليورو دولار Eurodollars :

هي ودائع بالدولار الأمريكي لدى المصارف خارج الولايات المتحدة الأمريكية ، أو في المصارف الأجنبية داخل الولايات المتحدة الأمريكية ، وتستطيع المصارف الأمريكية الاقتراض من هذه الودائع من المصارف الأخرى غير الأمريكية ، أو من فروع المصارف الأمريكية في الخارج ،عندما تحتاج إلى موارد مالية [3].

❖ **نتيجة :**

إذن إن قروض اليورو دولار هي قروض قصيرة الأجل تمنح بالدولار الأمريكي خارج الولايات المتحدة الأمريكية في منطقة اليورو ، مقابل سعر فائدة الذي يحدد على أساس معدل اللايبور فيما بين البنوك العاملة في سوق لندن.

---

[1] الطاهر لطرش : تقنيات البنوك ، ديوان المطبوعات الجامعية – بن عكنون ، الجزائر - 2010 ، ص (32) .

[2] محمد السيد الفقي : القانون التجاري والأوراق التجارية، منشورات الحلبي الحقوقية -بيروت ،لبنان- 01/01 /2004 .

https://www.abjjad.com/book.

[3] اسماعيل أحمد الشناوي وعبد المنعم مبارك ، مرجع سبق ذكره ، ص (128) .

ثانيا : الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال .

إن الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال تختلف عن تلك الأدوات المتداولة في السوق النقدية من حيث عدد مرات تداولها وكذا المخاطر التي تواجهها ، على اعتبار أدوات سوق رأس المال تعتريها مخاطر الإفلاس ، ناهيك على أن مدة استحقاقها متوسطة وطويلة الأجل ،وفيما سيتم التطرق لأدوات سوق رأس المال بشقيه الأسواق الحاضرة و الأسواق المستقبلية، كما يلي :

I. أدوات السوق المستقبلية :

ترتكز المشتقات المالية على الأوراق المالية الأصلية أساسها الأسهم والسندات ، ليشتق منها أهم الأدوات المالية المستقبلية كالخيارات والعقود الآجلة وعقود المبادلات ،والهدف من وجود المشتقات المالية وفق نضر مؤيديها هو استخدام المنتجات المشتقة كبديل للاستثمار المباشر لتلبية احتياجات لا تحققها الأدوات المالية التقليدية.

1. عقود الخيارات :

هي نوع من العقود المالية غير الملزمة لحاملها وهي عقود قانونية لحاملها الحق في شراء أو بيع أصل معين ، بسعر معين يسمى سعر الممارسة أو التنفيذ وينفذ في تاريخ معين أو خلال مدة معينة ،وذلك مقابل حصول الطرف المحرر من الطرف المحرر له على علاوة معينة تحددها الشروط وهذه العلاوة مقابل ذلك الخيار أو مقابل إلزامية العقد[1].

وتتنوع عقود الاختيار إلى ثلاثة أقسام رئيسية وهي :[2]

- خيار الشراء ؛
- خيار البيع ؛
- الخيارات المركبة .

أ. خيار الشراء Call Option :

هو عقد بين طرفين يخول أحدهما حق شراء أوراق مالية معينة أو سلع موصوفة في الذمة أو عملات أو مؤشرات، أو غيرها من الطرف الأخر، بسعر معلوم في تاريخ معلوم، أو

---

[1] بن الضيف محمد عدنان ، مرجع سبق ذكره ، ص (254).

[2] مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان ،مرجع سبق ذكره ، ص (1013 ، 1033) .

خلال مدة معلومة ، مقابل عوض معلوم ، و الهدف منه هو المضاربة في السوق وكذا الاحتياط من المخاطر .

ب. خيار البيع Put Option:

هو عقد بين طرفين بخول أحدهما حق بيع أوراق مالية معينة أو سلع موصوفة في الذمة أو عملات أو غيرها للطرف الآخر ، بسعر معلوم في تاريخ معلوم ، أو خلال مدة معلومة ، مقابل عوض معلوم.

ج. الخيارات المركبة

وهي العقود المركبة من اختيارين أو أكثر من نوعي الاختيار السابقين ،اختيار البيع واختيار الشراء ، وهي أنواع كثيرة ، نذكر منها :

- الخيار المزدوج ؛
- الخيار المسمى سترادل Straddle ؛
- خيار المسمى سبريد Spread؛
- عقد الخيار المسمى ستراب Strap ؛
- عقد الخيار المسمى ستريب Strip .

2. العقود الآجلة :

هي عقود تعطي لحاملها الحق والالتزام الكامل معا لترتيب مبادلة على أصل معين في وقت مستقبلي وبسعر محدد مسبقا أيضا ،إذا فهي عبارة عن اتفاقية بين مشترًا وبائع لمبادلة أصل ينفذ في تاريخ لا حق ويحدد الطرفان السعر والكمية عند التعاقد ،حيث إنه يحدد في العقد مواصفات الأصل وسعر التسوية وتاريخ التسوية ،و يتم التفاوض بشأن هذه العناصر التي تكون محل اتفاق بين المتعاقدين ما أدى إلى افتقارها للنمطية ولشروط محددة، حيث يخضع كل عقد في شروطه إلى الاتفاق والمفاوضات بين الطرفين[1].

---

[1] بن الضيف محمد عدنان ، مرجع سبق ذكره ، ص (254) .

3. عقود المبادلات (عمليات SWAP) :

عقد المبادلة * هو اتفاق بين طرفين أو أكثر ،"وهو التزام تعاقدي يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين مقابل تدفق نقدي أو أصل آخر بموجب شروط يتم الاتفاق عليها عند التعاقد" [1] ، و ترتبط التدفقات النقدية التي يدخل فيها أطراف العقد عادة بأداة دين كمبادلة أسعار الفائدة أو بقيمة عملات أجنبية كمبادلة العملة الأجنبية .

II. أدوات السوق الحاضرة :

تتشكل أدوات السوق الحاضرة من الأسهم والسندات، مع إضافة منتج الصكوك الإسلامية التي يتم تداولها في الأسواق المالية الإسلامية .

- الأسهم Stocks ؛
- السندات Bonds ؛
- الصكوك الإسلامية Sokoock ؛

1. الأسهم Stocks :

يعرف السهم بأنه أداة ملكية ، وهو وثيقة تثبت حصة مالكها لجزء من رأس مال شركة الأموال (شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم)، مما يخول له الحق في ملكية جزء من أصول الشركة التي أصدرته وتحمل تبعات نتيجة الدورة المحاسبية والمالية للشركة من ربح أو خسارة، وتدون على السهم قيمة إسمية ويصدر بقيمة إصدار مساوية أو تزيد عن القيمة الإسمية بعلاوة الإصدار وهو قابل للتداول بالطرق التجارية المختلفة كالتظهير و التسليم و للتسعير بقيمة سوقية في بورصة الأوراق المالية .

ويتم تداول الأسهم الدولية في بورصات عالمية في أمريكا وأوروبا، وفي آسيا أيضاً وفق اللوائح التنفيذية للسوق المحلية للأسهم في تلك البلدان .

---

* و يمكن إرجاع منشأ عقود المبادلات إلى تطوير تجار العملة آلية لمبادلة العملة بغية تجنب الرقابة البريطانية على تحركات العملات الأجنبية.

[1] سعد عبد الحميد مطاوع ، مرجع سبق ذكره ،ص(394) .

2. السندات Bonds :

يعرف السند بأنه أداة دين ،وهو يمثل جزءا من قرض متوسط وطويل الأجل تصدره الحكومات وشركات الأموال قابل للتداول ، وهو عقد في شكل شهادات بقيمة اسمية موحدة يصبح بموجبها حامل السند مقرضا دائنا ومصدر السند مقترضا مدينا ،ويتكفل الأخير بالوفاء بالتزاماته المالية تجاه الدان بدفع فائدة دورية عادة كل سنة محسوبة على أساس القيمة الاسمية للسند طيلة مدة حياته ، ورد أصل الدين كاملا (القيمة الاسمية) عند حلول تاريخ الاستحقاق.

السندات الدولية يتم تداولها مثل الأسهم الدولية في بورصات عالمية في أمريكا وأوروبا ، وفي آسيا ، إلا أن السندات تتسم بنسبة منخفضة من المخاطر المالية.

3. الصكوك المالية الإسلامية Sokoock :

يمكن تعريف الصكوك المالية الإسلامية بأنها صكوك تصدرها المؤسسات المالية الإسلامية باعتبارها مضاربا وتمثل حصة شائعة في رأسمال مشروع معين أو شركات متعددة تشارك في الربح المتوقع والخسائر المحتملة والاسترداد أو باعتبارها وكيلا بجعل مقابل أجر معين محدد مسبقا[1] ، ويتم الاكتتاب فيها من عدة جهات، وتحصل الشركة المصدرة لها على نقد فوري مقابل هذه الصكوك، وهي تصدر مقابل أصول غالبا ما تكون عقارية أو أوراق مالية ، والصكوك تكون على مدى متوسط أو طويل الأجل .

والمقصود بالمضاربة الإسلامية هو : اتحاد المال المقدم من أحد الأطراف والعمل المقدم من طرف آخر ، بهدف تنفيذ مشروع استثماري ما ، ويطلق على الطرف الأول رب المال أو المقارض ، الذي عليه أن يتحمل عبئ الخسارة وحده إذا ما وقعت، أما الطرف الثاني فيطلق عليه رب العمل أو المضارب ، الذي له نصيب في الربح يتفق عليه ، أما الخسارة فلا يتحمل منها المضارب شيئا طالما لم يثبت تقصيره أو تعمده[2].

والصكوك الإسلامية تتنوع وفق تنوع صيغ وأدوات التمويل الإسلامي ،وهي :

---

[1] سامى يوسف كمال محمد : الصكوك المالية الإسلامية الأزمة ، المخرج ،الطبعة الأولى ، ملتزم الطبع والنشر ى – القاهرة، مصر - 2010، ص(75).

[2] منير إبراهيم هندي : شبهة الربا في البنوك التقليدية و الإسلامية دراسة اقتصادية وشرعية ، دار النهضة العربية – الإسكندرية – 2000، ص (48) .

أ. صكوك قائمة على عقود المشاركة ؛
ب. صكوك قائمة على عقود المضاربة ،
ج. صكوك قائمة على عقود المزارعة؛
د. صكوك قائمة على عقود المرابحة؛
ه. صكوك قائمة على عقود المساقاة ؛
و. صكوك قائمة على عقود الاستصناع ؛
ز. صكوك قائمة على عقود السلم ؛
ح. صكوك قائمة على عقود الإجارة

❖ **نتيجة** :

تعتبر الصكوك الإسلامية هي البديل الإسلامي للسندات الربوية في النظام المالي التقليدي ،وتعتبر ماليزيا أكبر سوق للصكوك الإسلامية ، حيث تتم فيها إصدار ثلاثة أرباع الصكوك الإسلامية العالمية على مدى العقد الماضي، وكذا البحرين .

المحـــور الرابع :
مؤسسات إدارة الأسواق المالية الدولية

تمهيـد :

تتحكم وتدير وتنظم أسواق المال الدولية عبر العام مؤسسات وهيئات دولية، تسهر على ضمان نجاحها وعملها، ومحاولة التخفيف من حدة الأزمات المالية التي تعصف بها، ومن أهم هذه المؤسسات نجد المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال الدولية، وكذلك بنك التسويات الدولية .

أولا : المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال الدولية :(IOSCO) * .

I. تعريف المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال الدولية :

هي أرفع هيئة مهنية عالمية في مجال الرقابة والإشراف على أسواق المال الدولية وقد تأسست في عام 1983، وتتخذ من العاصمة الإسبانية مدريد مقرا لها، وتضم المنظمة 124 عضواً من الجهات والهيئات المنظمة للأسواق المالية وهي هيئات الأوراق المالية الوطنية أو الهيئات الحكومية المماثلة مع و أسواق المشتقات أي أكثر من 95٪ من أسواق الأوراق المالية في العالم ، وقد كان لها دور فعال في الجهود المبذولة لمعالجة الأزمات المالية التي تأثرت بها الأسواق المالية العالمية مؤخراً، كما تتمتع المنظمة بحضور فاعل في مجالات تنظيم وتطوير المعايير والأسس المنظمة للأسواق المالية[1].

II. أهداف المنظمة :

وتسعى المنظمة لتحقيق الأهـــداف الرئيسية التالية : [2]

1. التعاون معًا للوصول إلى أعلى المستويات التنظيمية من أجل الحفاظ على كفاءة وسلامة المعاملات بالأسواق المالية الدولية ؛
2. تبادل المعلومات والخبرات الخاصة من أجل تدعيم التطور لأسواق المحلي؛

---

* IOSCO : هي اختصار لعبارة **commissions International organization of securities .**

[1] International Organization of Securities Commissions : About IOSCO, November 2014. https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco.

[2] السيد متولي عبد القادر : الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير ، دار الفكر للنشر والتوزيع – عمان ، الأردن – 2010،ص (98) .

3. توحيد الجهود للوصول إلى مستويات فعالة للرقابة على المعاملات الدولية للأوراق المالية ؛
4. تدعيم المساعدات الفنية المتبادلة لتحقيق سلامة الأسواق وذلك بالتطبيق الصارم والفعال للقواعد التنظيمية ضد المخالفات التي تشوب التعاملات بالأسواق المالية.

III. مبادئ المنظمة :

وقد أقرت المنظمة مجموعة من المبادئ وعددها 38 مقسمة إلى تسع مجموعات مختلفة تتناول كفاءة أطراف السوق وتعد مرشدًا جيدًا لتنظيم أسواق المال للدول الأعضاء بالمنظمة، وهي: [1]

1. المبادئ الخاصة بوضع القواعد التنظيمية لسوق المال ؛
2. لمبادئ الخاصة بالمؤسسات ذاتية التنظيم؛
3. لمبادئ الخاصة بتطبيق القواعد التنظيمية للأسواق المالية؛
4. المبادئ الخاصة بالتعاون في تنظيم لوائح الأسواق المالية؛
5. المبادئ الخاصة بالتعاون في تنظيم لوائح الأسواق المالية؛
6. المبادئ الخاصة بمراقبي الحسابات ، و وكلات التصنيف الائتماني ومقدمي خدمات المعلومات؛
7. المبادئ الخاصة بآليات الاستثمار الجماعي ؛
8. المبادئ الخاصة بالوسطاء الماليون في السوق المالي ؛
9. المبادئ الخاصة بأسواق المالية الثانوية (أسواق التداول) .

❖ وتهدف هذه المبادئ التسع إلى تحقيق ثلاثة أهداف رئيسية هي:

أ. توفير الحماية للمستثمرين؛
ب. ضمان تحقق العدالة والكفاءة والشفافية للمعاملات التي تم بالأسواق المالية؛
ج. التقليل من المخاطر الناشئة عن المعاملات المالية.

---

[1] International Organization of Securities Commissions : The Objectives and Principles of Securities Regulation ,June 2010.
https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf

ثانيا : بنك التسويات الدولية : (BIS) Bank for International Settlements

I. تعريف بنك التسويات الدولية :

بنك التسويات الدولية (BIS) هو أقدم منظمة مالية دولية في العالم ،تأسس في 17 ماي 1930 ، وهو بنك لتسوية المدفوعات الدولية للمصارف المركزية ، ويضم حاليا 60 بنك مركزيا كأعضاء، يمثلون 60 دولة من مختلف أنحاء العالم والتي تشكل معا حوالي 95٪ من الناتج المحلي الإجمالي العالمي، مكتبها الرئيسي في بازل، بسويسرا، كما أن لديه فروع في هونغ كونغ الخاصة لجمهورية الصين الشعبية ومكسيكو سيتي.[1]

ومعاملاته غير خاضعة للمساءلة المركزية أو القانونية في العالم ،و لديه حصانة كاملة من الضرائب ومن جميع القوانين الدولية والوطنية.

❖ **نتيجة** :

إذن بنك التسويات الدولية* هو منظمة دولية للبنوك المركزية يقع مقره في بازل السويسرية ،يؤدي خدمات مصرفية ومالية دولية لصالح البنوك المركزية للدول و للمنظمات المالية والدولية الأخرى الدولية مثله ،ولا يتعامل مع الأفراد أو الشركات سواء لقبول الودائع أو تقديم الخدمات المالية لهم ويساهم في وضع الخطط الرئيسية للنظام المالي العالمي.

II. مهام بنك التسويات الدولية :

تكمن مهام بنك التسويات الدولية فيما يلي: [2]

1. رئيس للبنوك المركزية في المعاملات المالية؛

---

[1] الموقع الرسمي لبنك التسويات الدولية : حول ينك التسويات الدولية ، تم زيارة الموقع في 2015/05/12.
http://www.bis.org/about/index.htm

* بنك التسويات الدولية السلطة العليا بخصوص إدارة الاقتصاد في الولايات المتحدة الأمريكية حيث تكون توجيهاته بمرتبة اعلى من سلطة أي سياسي آخر، وبنك التسويات الدولية كان مملوكا في الأصل من قبل الحكومات ، ولكن الولايات المتحدة الأمريكية و فرنسا قررت أن تبيع بعض أسهمها للمستثمرين من القطاع الخاص ، وتم بذلك تداول أسهم بنك التسويات الدولية في أسواق الأسهم.

[2] نفس المرجع السابق .

2. خدمة البنوك المركزية في سعيها لتحقيق الاستقرار النقدي والمالي ؛
3. تعزيز التعاون الدولي في تلك المناطق والعمل كبنك للبنوك المركزية ؛
4. تعزيز المناقشة وتيسير التعاون بين البنوك المركزية؛
5. دعم الحوار مع السلطات الأخرى المسؤولة عن تعزيز الاستقرار المالي؛
6. إجراء البحوث وتحليل السياسات بشأن القضايا ذات الصلة لتحقيق الاستقرار النقدي والمالي؛
7. وكيلا أو وصيا في اتصال مع العمليات المالية الدولية؛
8. وضع التحليلات والإحصاءات المالية والمصرفية الدولية التي تقوم عليها السياسات والبحوث الأكاديمية والنقاش العام الخاصة بقضايا الاستقرار النقدي والمالي العالميين؛
9. تحقيق الاستقرار النقدي والمالي لتعزيز النمو الاقتصادي المستدام والازدهار العالمي.

❖ **ملاحظة** :

كل شهرين يجتمع محافظي البنوك المركزية في العالم في بازل لحضور الاجتماع الاقتصادي العالمي "Global Economy Meeting" وخلال تلك الاجتماعات يتم اتخاذ القرارات التي تؤثر على بنوك العالم .

III. تاريخ بنك التسويات الدولية :

فمنذ نشأة بنك التسويات الدولية في 17 ماي 1930 وتاريخه يحفل بالمنعطفات الحادة، فقد كان بنك التسويات الدولية يحظى دائما بمكانة خاصة في عالم المؤسسات المالية الرفيعة الذي تكتنفه التعقيدات ،وقد تأسس بنك التسويات الدولية بعد الحرب العالمية الأولى بصلاحيات محدودة، تمثلت في تسوية مدفوعات تعويضات الحرب المفروضة بموجب معاهدة فرساي على ألمانيا المهزومة، واقتضت معاجلة المسائل الفنية مثل تحصيل وإدارة وتوزيع الأموال المستحقة الدفع، إنشاء مؤسسة مالية ومن ثم إنشاء بنك التسويات الدولية ((BIS) أو "BIZ" وفق مسماه باللغة الألمانية ، وتقتصر قائمة مؤسسيها المالكين على البنوك المركزية في الدول المنتصرة في الحرب العالمية الأولى بلجيكا وفرنسا وإيطاليا والمملكة المتحدة، لكنها ضمت أيضا ألمانيا واليابان،

بالإضافة إلى — وهو ما يدعو للاستغراب — اتحاد من ثلاثة بنوك أمريكية بالنيابة عن البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي ، ولم يمض وقت طويل حتى انضمت البنوك المركزية في كل من النمسا وتشيكوسلوفاكيا وهنغاريا وغيرها من البلدان الأوروبية الصغيرة إلى هذا البنك الذي كان من المقرر أن يمارس دورا في سياق المعاملات المالية بين البنوك المركزية وفي إطار جهات الاتصال المختصة، لكن التاريخ سرعان ما دخل في منعطف حاد وتم تعليق التعويضات التي تؤديها ألمانيا، لكن بنك التسويات الدولية استأنف نشاطه ولم يمنعه هذا المزيج الغريب من حملة الأسهم من مزاولة نشاطه حتى أثناء سنوات الحرب العالمية الثانية [1].

وقد حافظ بنك التسويات الدولية (BIS) على صورته في الظل لسنوات عديدة، حيث ظل يقوم بأعماله متخذاً فندقاً معزولاً مقراً له. وفي ذلك المكان تم اتخاذ قرارات لتخفيض قيمة عملات أو الدفاع عن عملات، واتخاذ قرارات لتثبيت سعر الذهب، وتنظيم الأنشطة المصرفية فيما وراء البحار(offshore banking)، ورفع أو خفض أسعار الفائدة قصيرة الأجل. وفي عام 1977، تخلى بنك التسويات الدولية عن أسلوب التستر في ممارسة أنشطته ليتحول إلى إدارة هذه الأنشطة من خلال مراكز أكثر كفاءة. ويشغل بنك التسويات الدولية حالياً مبنى يتكون من 18 طابقاً على شكل ناطحة سحاب دائرية، تشبه مفاعلاً نووياً أقيم في غير موضعه، في تلك المدينة التاريخية (بازل) التي تنتمي إلى العصور الوسطى. ويُعرف هذا المبنى الآن باسم برج بازل (Tower of Basel). ويتمتع بنك التسويات الدولية بحصانة حكومية، ولا يدفع ضرائب، وله قوة بوليس خاصة به[2].

---

[1] بيتر أكوس بود : قراءة لكتاب آدم لوبرو Adam LeBor برج بازل Tower of Basel نظرة فاحصة على بنك التسويات الدولية، مجلة التمويل والتنمية يونيو 2013 ،ص(55).

https://www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/fandd/2013/06/pdf/books.pdf

[2] إلين براون : عرض لفصل من كتاب الأزمة الاقتصادية العالمية الكساد العظيم للقرن الحادي والعشرين، لمؤلفيه ميشيل شوسودوفيسكي و أندرو جيفن مرشال ، موقع جلوبال ريسرش ، نشر بتاريخ 17 مارس 2011 .
http://www.globalresearch.ca.

المحـــور الخامس :

كفاءة سوق المال الدولية

تمهيـد :

إن من بين أهم المخاطر التي تحدق بالسوق المالية الدولية ، تكمن في عدم استقرار السوق والاضطرابات التي تعصف بها من حين لآخر ، وهذا راجع للتقلبات التي تصيب أسعار الأوراق المالية المقيدة بها والأدوات الأخرى محل التعامل على المستوى الدولي ،والتي يكون من ضمن أسبابها الرئيسية عدم الإفصاح الكامل عن المعلومات التي تخص الشركات المصدرة لهذه الأوراق، مما ينعكس سلبا على أسعارها ، وهذا ما يعرف بكفاءة السوق المالي .

أولا : تعريف السوق المالي الكفؤة .

السوق المالية الكفؤة هي السوق التي تعكس فيها أسعار الأوراق المالية المقيدة والمتداولة فيها والتي تصدرها إحدى المؤسسات كافة المعلومات المتاحة و المتوفرة عنها سواء في شكل القوائم المالية أو المعلومات المثبتة في السجل التاريخي لحركة سعر الورقة المالية أو تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة ،وينعكس أثرها على القيمة الحقيقية للاستثمارات المالية في السوق في شكل تغيرات إما موجبة أو إما سالبة للمكاسب المستقبلية للمستثمرين ومستويات المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب .

❖ **ملاحظات :**

- ✓ في ظل السوق المالي الكفؤ ووفقا للمعلومات المتوفرة حول المنشأة المصدرة للأصول المالية المتداولة ، فإن القيمة السوقية للورقة المالية تقترب من قيمتها الحقيقية .
- ✓ تتيح السوق المالية الكفؤة توفير المعلومات لكافة المتعاملين فيها بأدنى تكلفة وفي نفس الوقت ودون فاصل زمني كبير لإحداث مبدأ تكافؤ الفرص في اتخاذ القرار .

I. متطلبات كفاءة سوق المال الدولية :

يطلق مصطلح الكفاءة على سوق راس المال ، إذا توافرت السوق على شرطين رئيسيين ، هما:

- كفاءة التشغيل؛

- كفاءة التسعير .

1. **كفاءة التشغيل :**

وتسمى أيضا بالكفاءة الداخلية لأنها ترتبط بالسوق المالي ،وهي تعنى بالناحية التشغيلية من خلال قدرة إدارة السوق المالي في إيجاد أليات وأدوات تضمن تحقيق التوازن بين العرض والطلب على الأوراق المالية المقيدة فيها ، دون أن يتكبّد المتعاملون فيه تكلفة عالية لصالح السماسرة ، ودون احتكار التعاملات المالية من طرف صناع السوق لتحقيق أرباح مبالغ فيها .

2. **كفاءة التسعير :**

وتسمى أيضا بالكفاءة الخارجية ، لأنها مرتبطة بعوامل متأتية من خارج السوق المالي ، وهي تتعلق بالمعلومات المتاحة حول المنشأة المصدرة لتلك الأوراق المالية المقيدة والمتداولة في سوق راس المال، والتي تنعكس بشكل مباشر على أسعار أوراقها المالية ، مع ضرورة اتاحة تلك المعلومات لجل المتعاملين في السوق بسرعة و بدون فاصل زمني كبير و بتكاليف منخفضة إلى أدنى حد ممكن.

II. مستويات كفاءة السوق المالية الدولية :

إن كفاءة سوق رأس المال تتدرج وفقا لنوع ومستوى المعلومات المتاحة للمتعاملين فيها، كما يلي : [1]

- الشكل الضعيف لكفاءة سوق راس المال Weak Form؛
- الشكل متوسط القوة لكفاءة سوق راس المال Semi-Strong Form؛
- الشكل القوي لكفاءة سوق راس المالStrong Form .

1. **الشكل الضعيف لكفاءة سوق المال الدولية :**

وهي الأسواق التي تستجيب أسعارها للمعلومات التاريخية المتاحة كأسعار بيع الأسهم وأرباحها ونتائج أعمال شركاتها ، ولا يستطيع فيها أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية تفوق متوسط عائد السوق أو المعدل المطلوب على السهم ذاته على حساب مستثمر آخر .

---

[1] فيصل محمود الشواورة : الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعملية ،الطبعة الأولى ،دار وائل للنشر والتوزيع ـ عمان ، الأردن ـ 2008 ، ص (50 ، 51) .

ويمكن تحديد هذه الأسواق من خلال مدى قرب الأسعار السوقية من الأسعار الحقيقية أو مدى عشوائية نسبة التغير في الأسعار ،وذلك باستخدام الاختبارات الإحصائية المتمثلة في اختبار الارتباط التسلسلي أو اختبار الإشارات ، أو باستخدام قواعد المتاجرة في الأسهم .

❖ **ملاحظة :**

في الشكل الضعيف لكفاءة سوق رأس المال لا يمكن التنبؤ بأسعار الأوراق المالية في المستقبل اعتمادا على دراسة تغيرات أسعارها في الماضي .

2. الشكل متوسط القوة لكفاءة سوق المال الدولية:

وهي السواق التي تستجيب أسعارها للمعلومات التاريخية والحالية المتاحة ، كأسعار بيع الأسهم وأرباحها ونتائج أعمال الشركات المصدرة ، ولا يستطيع فيها أي مستثمر تحقيق ربح غير عادية تفوق متوسط عائد السوق أو معدل العائد المطلوب على السهم ذاته على حساب الأخرين .

ويمكن تحديد هذه الأسواق من خلال مدى سرعة استجابة السعار للأحداث الجديدة وذلك باستخدام أسلوب تحليل السلاسل الزمنية أو التخليل القطاعي أو استخدام قياس الأرباح غير العادية .

❖ **ملاحظة :**

يقصد بالمعلومات الحالية المتعلقة بظروف الاقتصاد المحلي و العالمي، أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها الشركة ذاتها محليا ودوليا .

3. الشكل القوي لكفاءة سوق المال الدولية:

وهي الأسواق التي تستجيب أسعارها للمعلومات التاريخية والحالية والمستقبلية المتاحة، ولا يستطيع فيها أي مستثمر أن يحقق فيها أرباحا غير عادية على حساب الأخرين نتيجة لاحتكار هذه المعلومات ، وحينها تفترض أن يتعادل الطلب مع العرض ، وبالتالي يتحقق التوازن بمعناه الاقتصادي .

❖ **ملاحظة :**

من الناحية العملية يصعب إيجاد مثل هذا المستوى من الكفاء لأسواق راس المال الدولية ، نظرا لوجود نسبة ضئيلة جدا من المستثمرين كالمقربين من مدراء الشركات المصدرة للأوراق المالية، كبار العاملين فيها، والمستثمرين المحترفين وغيرهم بإمكانهم الحصول على المعلومات المهمة ولو بفارق زمني بسط جدا عن بقية المستثمرين ، مما يتيح لهم الأفضلية نسبيا في تعظيم الأرباح ، وهذا ما يجعل بقية المستثمرين يراقبون تصرفات الكبار ليحذوا حذوهم .

III. خصائص الأسواق المالية الدولية ذات الكفاءة العالية :

تمتاز السوق المالية الدولية ذات الكفاءة العالية بالخصائص التالية : [1]

1. السيولة :

وتعني المقدرة على بيع أصول مالية بسرعة دون خسارة ، والأصول السائلة هي التي تكون قابلة للتسويق بسرعة .

2. استمرارية السعر :

وتعني أن اسعار الأوراق المالية لا تتغير كثير من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تستوجب التعديل في الأسعار .

3. عمق السوق :

السوق العميقة هي التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين (أوامر البيع) والمشترين (أوامر الشراء) المستعدين دائما للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية ، ولهم القدرة على التعامل مع أي تغير كبير في أسعار الأوراق المالية .

4. شمولية السوق :

تعتبر السوق شاملة أو واسعة، إذا نتج عن أوامر العرض والطلب حجم تداول كبير، أما إذا كان عدد المتعاملين في السوق قليلا وكان حجم التداول الناتج قليلا فإن السوق

---

[1] خليل أحمد الكايد : الإدارة المالية الدولية والعالمية التخليل المالي والاقتصادية، الطبعة الأولى ، دار كنوز للمعرفة العلمية للنشر والتوزيع - عمان ، الأردن - 2010 ، ص (79 ـــ 81) .

تكون ضيقة ، وبسبب حجم التداول الكثيف في الأسواق ذات الشمولية يكون الفارق بين سعري الطلب والعرض ضيقا .

5. حيوية السوق :

عندما يختل التوازن ما بين العرض والطلب في السوق يجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن ، وعندما تنهمر الأوامر على السوق إثر أي تغير الطفيف في الأسعار ، فإن هذا يدل على حيوية السوق ،ويكون الفرق ما بين أسعار العرض وأسعار الطلب ضيقا، ويتم إنجاز أية صفقة بيع أو شراء بسرعة ، ويكون حجم التداول كبيرا ، ويعتبر وجود وسائل سريعة للاتصالات من العوامل الأساسية والضرورية لحيوية السوق .

6. كفاءة المعلومات أو التسعير :

إن التغير السريع في الأسعار على ضوء أية معلومة جديدة عن العرض و الطلب يعني أن الأسعار تعكس المعلومات المتاحة عن كافة الأوراق المالية .

المحـــــور السادس :

فروع السوق المالية الدولية

تمهيـد :

تتضمن السوق المالة الدولية كلا من سوق الأسهم الدولية وسوق السندات الدولية وسوق العملات الأجنبية وأيضا سوق الأورو دولار .

أولا : سـوق السندات الدولية .

I. تعريف سـوق السندات الدولية :

يمثل سوق السندات الدولية جزءا مهما من سوق رأس المال الدولية وبالتالي سوق المال الدولية ، وهو مكان أو هيئة أو آلية لإصدار وتداول السندات بين مختلف المتعاملين ، إذ تعتبر السندات بمختلف أنواعها والمصدرة بعملات أجنبية الأداة المالية الفاعلة في هذه السوق والتي يتم تداولها بعملة مغايرة لعملة البلد المصدرة فيها والمتداولة فيه ،وتكون مدة استحقاقها طويلة الأجل تتراوح بين 10 و 15 سنة ، وتشكل الدول والمؤسسات العمومية أكبر وأهم متدخل فيه، إضافة للشركات الخاصة، والهدف الرئيسي لسوق السندات الدولية هو تمويل متعامليها بالاحتياجات المالية اللازمة لها خارج أسواقها المحلية .

II. المتعاملين في سـوق السندات الدولية :

ويتم التعامل في سوق السندات الدولية من خلال البنوك والسماسرة وبيوت المقاصة, والشركات الدولية ،وتتحكم في عمليات الإصدار والتسويق العالميين في سوق السندات الدولية هيئة دولية تسمى بـ Syndicat ، والتي تقوم كذلك بشراء السندات التي لم تبع في السوق حتى توفر لها السيولة اللازمة.

ويتم الاكتتاب وتداول السندات الدولية في الغالب في أسواق رأس المال الأوروبية ،منها لندن والتي تعد واحدة من مراكز سوق السندات الدولية في العالم ، و لوكسمبورغ كونها مركز الإدراج الرئيسية لهذه السندات ، وأسواق رأس المال الأمريكية منها نيويورك.

III. أشهر السندات الدولية :

تعد السندات الحكومية الأمريكية أشهر أنواع السندات الدولية المصدرة والمتداولة عالميا من حيث الحصة السوقية ويليه السوق السندي الأوروبي وثم السوق السندي الأسيوي ،إذ أفات الاحصائيات أن السندات الحكومية الامريكية التي يحملها جميع

المستثمرون الاجانب وصل الى 2.6018 ترليون دولار أمريكي حتى نهاية ابريل 2007 ، وظلت اليابان اكبر دولة حاملة للسندات الحكومية الامريكية قدرها 592.2 مليار دولار أمريكي ،والصين ثاني دولة تحمل السندات الحكومية بقيمة 500 مليار دولار أمريكي ، أما السندات الحكومية الامريكية التي تحملها بريطانيا وصلت قيمتها الى 251.4 مليار دولار أمريكي من سنة 2007 .

فبالإضافة إلى السندات التي يتم إصدارها بالدولار الأمريكي خارج قواعده ، هناك عملات أخرى يتم إصدار السندات الدولية بها وهي :

1. العملات الأوروبية : الأورو ، الجنيه الإسترليني والفرنك السويسري ؛
2. العملات الآسيوية غير العربية : الين الياباني ، دولار هون كونج؛
3. العملات العربية : الدينار الكويتي ، الدينار البحريني ، والريال السعودي .

❖ **ملاحظة :**

✓ تتأثر أسعار السندات الدولية بسعر الفائدة الذي تصدر به هذه السندات والممنوح لأصحابها هذا جهة ، ومن جهة أخرى تتأثر السندات الدولية بأسعار الفائدة الممنوحة على الأدوات النقدية القصيرة الأجل في السوق النقدية الولية إذا كانت أقل أو أكبر من تلك الممنوحة على السندات الدولية.

✓ هناك نوع من السندات شبيه بالسندات الدولية يسمى بالسندات الأجنبية (Foreign-Bond Market) ،وهي سندات تصدرها دولة أجنبية (X) في أسواق رأس مال لدولة أخرى(y) وبنفس عملة الدولة (y) التي تم طرح السندات فيها، فهذه السندات تسمى بالسندات الأجنبية.

ثانيا : سوق الأسهم الدولية .

I. تعريف سوق الأسهم الدولية :

من حيث المبدأ فإن سوق الأسهم الدولية شبيه بسوق السندات الدولية ، فهو يمثل جزءا من سوق رأس المال الدولية وبالتالي سوق المال الدولية ، وهو مكان أو هيئة أو آلية لإصدار وتداول الأسهم بين مختلف المتعاملين ، إذ تعتبر الأسهم بمختلف أنواعها

والمصدرة بعملات أجنبية الأداة المالية الفاعلة في هذه السوق والتي يتم تداولها بعملة مغايرة لعملة البلد المصدرة فيها والمتداولة فيه ،وتكون مدة استحقاقها طويلة الأجل مقرونة بمدة حياة المؤسسة المصدرة .

II. إصدار وتداول الأسهم الدولية :

ويتم إصدار الأسهم الدولية من قبل شركات مساهمة دولية في غير بلدها الأصلي لغرض تلبية احتياجاتها المالية اللازمة لاستثماراتها التوسعية وتعزيز مركزها المالي دوليا ، وتتم عملية وتوزيع الأسهم الدولية للاكتتاب من طرف هيئة دولية متخصصة مكونة من بنوك ومؤسسات مالية ، وبذلك يصبح جزء من رأس مال الشركة المصدرة للأسهم الدولية ملكا لأطراف أجنبية.

ويتم التعامل في سوق الأسهم الدولية من خلال المؤسسات المالية المتخصصة ، البنوك والسماسرة وبيوت المقاصة، والشركات الدولية إضافة للأفراد الراغبين في توظيف جزء من أموالهم لتعظيم مكاسبهم المادية.

ثالثا : سوق العملات الأجنبية الدولية :

I. تعريف سوق العملات الأجنبية الدولية :

بالإمكان تداول العملات الدولية مباشرة في سوق العملات الدولية والمعروفة باسم FOREX ، أو Foreign Exchange ، وذلك عن طريق السوق الفورية Spot Market ، هذا السوق الإليكتروني هو عبارة عن مكان يلتقي فيه عدد كبير من البنوك والمصارف العالمية إلى جانب السماسرة والوسطاء المختصين في العملات الدولية ، ويتم فيه التداول الفوري للعملات ، ويستطيع من يريد التعامل في هذا السوق فتح حساب لدى وسيط محلي أو بنك والتداول في مقره أو عن طريق الهاتف [1].

[1] فهد بن عبد الله حامد الحويماني : المال والاستثمار في الأسواق المالية ،الطبعة الثانية ،دار الهلال للطباعة و للنشر ، ـ ردمك، المملكة العربية السعودية ـ 2006 ، ص (423) .

كما يمكن أيضا ـ إضافة لتداول العملات على الفور Spot Market ـ أن تبرم في سوق الفوركس المعاملات الآجلة Forward Market عن طريق عقود مستقبلية لشراء وبيع العملات الأجنبية بسعر محدد في تاريخ مستقبلي.

❖ **نتيجة** :

إذن السوق الدولية للعملات الأجنبية وتعرف اختصارا بالفوركس« FOREX أو FX وهي اختصار باللغة الإنجليزية لعبارة FORIGNE EXCHANGE MARKET ، و تعني التجارة أو المضاربة بالعملات الأجنبية، وهي سوق بين البنوك ،تتيح للأفراد والمستثمرين والحكومات وكذا الشركات والبنوك والمؤسسات المالية الأخرى التعامل فيها من خلال الأسواق الفعلية أو عن بعد بالاستعانة بالوسائط الإليكترونية مثل الهاتف الخلوي وشبكة الأنترنت وفق برامج أو منصات إليكترونية للتداول في ظل مستويات عالية من المخاطر .

ويقدر المحللون الماليون الحجم اليومي لتداول العملات في سوق الفوركس بحوالي 5 تريليون دولار أي 5 آلاف مليار دولار يوميا، بمعدل ما قيمته 3,472 مليار دولار من مختلف العملات الأجنبية تباع وتشترى كل دقيقة في العال ، وهي أكبر 30 مرة من مجموع أسواق الأوراق المالية العالمية.

II. العملات الرئيسية في سوق الفوركس :

يرمز للعملة محل التداول في سوق الفوركس بثلاثة أحرف لاتينية ، حيث يشير الحرفين الأولين لاسم البلد ، والحرف الثالث يرمز لاسم عملة البلد ، والجدول التالي يبين أهم العملات القيادية في سوق الفوركس والرموز الخاصة بها :

جدول رقم (01) : أهم العملات القيادية في سوق الفوركس.

Symbol	Country	Currency	Nickname
USD	United States	Dollar	Buck
EUR	Euro zone members	Euro	Fiber
JPY	Japan	Yen	Yen
GBP	Great Britain	Pound	Cable
CHF	Switzerland	Franc	Swissy
CAD	Canada	Dollar	Loonie
AUD	Australia	Dollar	Aussie
NZD	New Zealand	Dollar	Kiwi

المصدر :

موقع بورصة فوركس :ما هو الفوركس ، تاريخ زيارة الموقع 2015/04/05 .
http://borsaforex.com.

و يتم تداول العملات في أزواج أو ثنائية بين عملتين ، على سبيل المثال اليورو والدولار الأمريكي (EUR / USD) وتسمى العملة الموجودة على اليسار(EUR) بالعملة المسعرة أو الثابتة والعملة الموجودة على اليمين (USD) بعملة التسعير أو المتغيرة.

بشكل عام، فإن سعر الصرف لعملة بلد ما مقابل عملة بلد أخر تتحدد وفق عوامل العرض و الطلب وكذا قوة اقتصاد البلد مقارنة مع اقتصادات الدول الأخرى.

III. مميزات سوق الفوركس :

تمتاز سوق الفوركس بمجموعة من الخصائص تجعلها تختلف عن البورصات التقليدية ، كما يلي :

1. انخفاض تكاليف المعاملات المالية وعدم وجود رسوم حكومية للمعاملات الخاصة بالمقاصة والصرف؛

2. سوق مستمرة على مدار 24 ساعة خلال أيام العمل ؛
3. صعوبة التحكم والسيطرة على سوق الصرف من قبل جهة غير محددة؛
4. سوق الفوركس منتشر في جميع انحاء العام مع عدم وجود موقع مركزي محدد.
5. صعوبة الرقابة الحكومية للمعاملات اليومية بسبب الطبيعة الإليكترونية للسوق.

IV. فروع سوق الفوركس :

يضم سوق الفوركس أربعة أسواق إقليمية هي :

1. الفوركس الأسترالية ؛
2. الفوركس الآسيوية مركزها سوق طوكيو في اليابان؛
3. الفوركس الأوروبية مركزها سوق لندن في بريطانيا ؛
4. الفوركس الأمريكية مركزها سوق نيويورك في الولايات المتحدة الأمريكية ؛

وتتناوب هذه الفروغ الأربعة في الافتتاح فيما بينها ، إذ تفتح سوق وتغلق سوق أخرى، وذلك بسبب الفروقات الزمنية للمتوقع الجغرافي لكل سوق .

ثالثا :سوق اليورو دولار Eurodollars .

I. تعريف سوق اليورو دولار:

هو عبارة عن سوق الدولارات الأمريكية الموجودة خارج حدود الولايات المتحدة الامريكية والمتواجدة على الاغلب في الدول الأوروبية وعادة غير الأوروبية ،وتقوم البنوك التجارية العاملة في أوروبا بقبول الودائع من المودعين والمقومة بالدولار الأمريكي مقابل سعر فائدة يمنح لهم ، وتقديم قروض بنكية لمتعامليها بالدولار الأمريكي مقابل معدل فائدة أكبر من معدل الإيداع يدفعونه للبنك التجاري .

ومن المتعاملين في هذه السوق نجد كلا من البنوك المركزية، البنوك التجارية، السماسرة، الشركات، الحكومة، صناديق الاستثمار و الأفراد.

❖ **نتيجة** :

إذن يتمثل سوق الأورو دولار في أرصدة الدولارات الأمريكية المودعة لدى البنوك في أوروبا والتي يمكن إعادة إقراضها لجهات أخرى والمقومة بنفس عملة الإيداع ، وبذلك فهي سوق بين المقرضين والمقترضين بالدولار الأمريكي خارج قواعده .

وتشير التقديرات إلي أن حجم سوق اليورو دولار تجاوز 5 ترليون دولار أمريكي .[1]

II. أسباب تطور سوق الأورو دولار:

ترجع أسباب ظهور سوق الأورو دولار لعدة أسباب أهمها : [2]

1. تعود أسباب ظهور هذه الدولارات الأوروبية إلى فترة الخمسينيات، حيث عمدت بعض الدول نتيجة للظروف التي خلفتها الحرب الباردة بين المعسكرين إلى إيداع موجوداتها من الدولارات في بنوك أوروبا الغربية لتجنب قيام الولايات المتحدة الأمريكية بتجميدها فيما لو كانت موظفة في داخلها ؛
2. التحديد الصارم لمعدلات الفائدة الدائنة التي تدفعها بنوك الولايات المتحدة الأمريكية لمودعيها من قبل البنوك المركزية أو ما يسمى بقاعدة "ك" أو "Q"،مما أدى إلى قيام عدد كبير من أصحاب الودائع بالدولارات من غير المقيمين وبعض المقيمين بتوظيف أموالهم خارج الولايات المتحدة الأمريكية للتهرب من أحكام القاعدة المشار إليها سابقا ،وبالتالي الحصول على معدلات فائدة أعلى في أوروبا؛
3. العجز المزمن في ميزان المدفوعات الأمريكي وأيضا طريقة تمويل هذا العجز؛

---

[1] Stephen A. Fowler : The Monetary Fifth Column The Eurodollar Threat to Financial Stability and Economic Sovereignty ,P (825) , visited in 08/08/2015.
http://www.vanderbilt.edu/jotl/manage/wp-content/uploads/Fowler_The-Monetary-Fifth-Column-The-Eurodollar-Threat-to-Financial-Stability-and-Economic-Sovereignty.pdf

[2] مروان عطون :الأسواق النقدية والمالية البورصات ومشكلاتها في عالم متغير ، الجزء الأول ، الطبعة الثانية ، ديوان المطبوعات الجامعية - بن عكنون ، الجزائر - 2003 ، ص (268 - 271) .

4. الحضر المفروض على البنوك البريطانية منذ سنة 1957 باستعمال الجنيه الإسترليني كعملة أجنبية لعمليات التحويل ،وإجراء المعاملات النقدية بين الدول الواقعة خارج منطقة الإسترليني قد أجبر البنوك في لندن على إحلال الدولار مكان الإسترليني وبالتالي الحصول من خارج إنجلترا على كل الدولارات اللازمة؛
5. الضريبة الخاصة أو رسم تأمين التعادل بين معدلات الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية قد أدى إلى انخفاض الطلب على القروض في سوق نيويورك من قبل غير المقيمين الأمريكيين (بسبب ارتفاع تكلفة هذه القروض) ،و أرغم هؤلاء إلى اللجوء إلى خارج الولايات المتحدة الأمريكية للحصول على التمويل اللازم .

III. خصائص سوق الأورو- دولار:

يمتاز سوق الأورو دولار بمجموعة من الخصائص ، تتمثل أهمها فيما يلي : [1]

1. إن سوق الأورو دولار كجزء من السوق المالي الدولي ليس له حدود وطنية معينة ولذلك فإنه لا يخضع لرقابة أية دولة من الدول ؛
2. قام هذا السوق على أساس عمليات الإيداع والإقراض ،ولذلك يعتبر سوقا للأموال المقرضة؛
3. انتماء الدائنين والمدينين في هذا السوق إلى دول مختلفة؛
4. إن هذا السوق يتمتع باستقلالية نسبية وسياسة خاصة لأسعار الفائدة تختلف تماما عن المعدلات المعمول بها دوليا؛
5. إن العمليات الائتمانية في سوق الأورو دولار تتخذ أحد الشكلين التاليين

أ. عمليات ما بين البنوك : تتخذ شكل الودائع الجارية والآجلة تتراوح أجاله ما بين يوم وستة أشهر بمعدلات فائدة معينة؛

ب. عمليات ما بين البنوك والمتعاملين الآخرين: عندما تقدم البنوك قروضا لمتعامليها وبمدة أطول من سابقتها.

---

[1] نفس المرجع السابق، ص (267 ، 273 ، 274) .

IV. أسعار الفائدة على قروض الأورو دولار :

إن أسعار الفائدة على قروض الأورو دولار يمكن أن تكون ثابتة على مدى فترة القرض، وكما يمكن أن تكون متغيرة أو متحركة ، وهي تحدد وفق أسعار الفائدة المطبقة في سوق لندن على ودائع البنوك فيما بينها و المعروف بـ اللايبور* LIBOR أو LONDON INTER BANK OFFER RATE ، وعادة ما يتم إضافة هامش محدد حسب القرض على هذا المعدل ، وذلك تبعا لمستوى المخاطر التي يمتاز بها البلد المقترض ، حيث يتم تصنيف البلدان المدينة حسب مستوى المخاطر كما يلي[1] :

1. بالنسبة للدول الصناعية : تدفع ½ % أقل من LIBOR .
2. بالنسبة للدول الإفريقية : تدفع أسعار فائدة أعلى تتراوح ما بين 1 % و2% أعلى من LIBOR ، بحجة ارتفاع نسبة المخاطر والقدرة على عدم السداد مما يعيق المسار التنموي في هذه الدول .

V. آلية حساب معدلات ليبور :

يتم في كل يوم عمل رسمي حساب 150 معدل لايبور ، لعشر عملات رئيسة هي الجنيه الإسترليني، الدولار الأمريكي، الين الياباني، الفرنك السويسري، الدولار الكندي، الدولار الاسترالي، اليورو، الكرونة الدانماركية، الكرونة السويدية، الدولار النيوزلندي ، حيث يتم حساب 15 معدلاً حسب المدة (يوم، أسبوع، أسبوعين، ومن شهر إلى 12شهراً) لكل عملة ، كما يلي :[2]

---

* بدأ تحديد اللايبور رسمياً مع بداية 1986م، ليصبح معدلا مرجعيا لأسعار الفائدة على النطاق الدولي للقروض قصيرة الأجل، ويتم تحديد هذا المؤشر (ليبور) يوميا ، من قبل جمعية المصرفيين البريطانيين (Bankers Association British (BBA ويعد علامة تجارية مملوكة لها، وقد تعاقدت الجمعية مع وكالة الأنباء "تومسون رويتر" لإدارة عملية حساب ليبور بتوقيت لندن.

[1] جبار محفوظ وعمر عبدة سامية : أسواق رأس المال الدولية الهياكل والأدوات ،مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية لكلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة محمد خيضر بسكرة ــ بسكرة ـ الجزائر ـــ العدد الثالث جوان 2008 ، ص (76، 77) .

[2] محمد إبراهيم السحيباني: آلية تحديد معدلات ليبور وامكانية الاستفادة منها، بحث مقدم إلى مؤتمر الأسواق المالية الإسلامية نحو مؤشرات مالية بديلة عن معدل الفائدة ، المنعقد بجامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية ـ الرياض، المملكة العربية السعودية ـ 01 و 02 ماي 2007 ، ص (6 ــ 9) .

1. الخطوة الأولى :

تحديد المقومين، والذين يتكونون من مجموعة بنوك لكل عملة، (8 أو 12 أو 16)، ويتم اختيارهم بشكل سري كل ربع سنة وفق معايير السمعة، و حجم النشاط في السوق وتصنيفها الائتماني، ولا تنتمي هذه البنوك للعملة محل التقييم .

2. الخطوة الثانية :

قيام كل بنك من البنوك المساهمة بتقديم تقو يم يومي لأسعار الفائدة حسب المدد الخمسة عشر لممثل الجمعية في عملية حساب ليبور وهو شركة رويتر، ويجب أن تلتزم البنوك المساهمة عند تقديم تقو يمها لأسعار الفائدة بالتعليمات التي وضعتها الجمعية، و منها:

أ. يقدم كل بنك المعدلات التي يكون مستعداً عندها لاقتراض مبلغ معقول الحجم؛
ب. القرض غير مضمون، ومحكوم بقانون انجلترا وويلز؛
ج. تقدم المعدلات بخانات عشرية لا تقل عن اثنتين ولا تزيد عن خمس؛
د. ترسل المعدلات لرويتر بين الساعة 11:00 و 11:10 صباحاً حسب توقيت لندن.؛
هـ. يحدد كل بنك معدلاته باستقلالية عن البنوك والعملات الأخرى .

3. الخطوة الثالثة :

بعد استلام تقويمات جميع البنوك لأسعار الفائدة المختلفة، تقوم رويتر بترتيب العروض من الأعلى للأدنى، ثم يتم استبعاد أعلى وأدنى ربيّع من المعدلات المعروضة لتحييد تأثير المعدلات المتطرفة، وتحدد معدلات ليبور لذلك اليوم بحساب المتوسط الحسابي للعروض المتبقية .

وعادة ما تبث المعدلات المحسوبة للسوق في حدود الساعة 11:45، مع ملاحظة أن أسعار الفائدة تستمر في التغير خلال اليوم، وقد تختلف عن معدلات ليبور المعلنة.

المحـــور السابع :
المراكز المالية الدولية

تمهيـد :

تتضمن السوق المالة الدولية عدد من المراكز المالية ، والتي تحتضن بدورها مجموعة من أسواق رأس المال والأسواق النقدية .

أولا : تعريف المركز المالي الدولي :global international financial centers

يعر ف المركز المالي الدولي بأنه مكان عالمي في دولة أو إقليم أو مدينة التقاء التدفقات النقدية والمالية الداخلة والخارجة من سيولة نقدية بمختلف العملات الأجنبية ، وكذا الأوراق المالية بمختلف أجالها والمعادن النفيسة ، والتي(التدفقات) يعاد توزيعها على العالم بواسطة المؤسسات المالية المحلية والأجنبية من بنوك ، أسواق العملات الأجنبية ، أسواق رأس المال ، شركات التأمين ومختلف الوسطاء الماليون .

وإعادة توزيع التدفقات النقدية والمالية يتم من خلال العقود والعمليات المالية والتحويلات مع الخارج يقيم متداولة وبكافة العملات الأجنبية .

❖ **نتيجة :**

يعد المركز المالي الدولي مكان حر دون قيود للدول والشركات المالية لإدارة أعمالها للاتقاء والتفاوض حول عدد كبير من العقود والعملات الأجنبية والمعادن النفيسة والأصول المالية الأخرى، وبمبالغ مالة ضخمة بدون التقيد بالحدود الوطنية.

ثانيا : أسباب تمركز الصفقات المالية الدولية جغرافيا.

يجيب على هذا السؤال كلا من لي (Lee) وتنكسكي (tinksky) سنة 1988:[1]

I. الوصول إلى المعلومة بجانب المنافسة، والمنظمات المكملة، الزبائن و الأسواق؛

II. تنمية التكنولوجًيا المتخصصة، والمنشآت القاعدٌة الاقتصادية لإنتاج السلع والخدمات المالية؛

---

[1] ياحى عيسى : أداء المراكز المالية الدولية في تسويق الخدمات المالية ،مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة سطيف 1 ـ سطيف ، الجزائر ـ العدد 05 ، 2005 ، ص (38) .

III. اقتصاد التكلفة من خلال القسيمة مختلف النظم في السوق؛

IV. الرفع والزيادة من السيولة المشاركة في تنمية الأسواق الفعالة ؛

V. لاستفادة من العروض التي تقدمها الحكومات من خلال التسهيلات؛

VI. التقرب من المتدخلين والزبائن المحلين لكون المركزية تحدد الاتصال، ضمن الجهات .

ثالثا : أنواع المراكز المالية الدولية .

تنقسم المراكز المالية الدولية من حيث نوع وحجم العمليات المالية المصرفية إلى أربعة أصناف ، وهي : [1]

I. مركز رئيسي:

وهو مركز عالمي ، وصدر أمواله عالمي واستخدامات أمواله عالمية مثل لندن ونيويورك.

II. مركز حجز :

فهو مركز صوري (شكلي) ، يتكون من مجرد مكتب تستخدمه البنوك للاستفادة من التشريعات المرنة كالتسهيلات الضريبية ، مثل شركات الأوفشور * OFFSHORE ، وتكون مصادر الأموال الخارجية للمركز وكذا استخداماتها خارجية .

III. مركز تمويل :

وهو مركز تكون مصادر أمواله خارجية واستخداماتها داخلية مثل سنغفورة وبنما .

IV. مركز تجميع :

مصادر أمواله داخلية واستخداماتها خارجية مثل البحرين .

---

[1] جبار محفوظ وعمر عبدة سامية ، مرجع سبق ذكره ، ص (81 ، 82) .

* بنوك الأوفشور (offshore) أو شركات الأعمال الدولية International Business Companies IBC،أو الشركات المعفاة من الضرائب ، بدأت تزاول نشاطها سنة 1980، هي شركات مالية تعمل في مجال الإقراض والاقتراض وتلقي الودائع خارج حدودها الوطنية ــ بعيدا عن موطنها الأصلي ــ ولا يسمح لها بممارسة أي نشاط تجاري أو استثماري في البلد الذي أسست فيه ،ولا تخضع لرقابة البنوك المركزية ،ويجري التعامل في هذه المراكز استنادا لشروط التعامل بين بنوك لندن أو ما يعرف بالليبور "معدل الفائدة السائد بين البنوك في لندن" (LIBOR :London Inter bank Offer Rate).

رابعا : خصائص المركز المالي الدولي .

يتميز المركز المالي الدولي بالخصائص التالية :[1]

I. السماح للشركات المرخص لها بالعمل بالعملات المحلية والأجنبية؛
II. البيئة الضريبية الجاذبة حيث تصل نسبة الضرائب في الغالب إلى 10%، والإعفاء من الضرائب أو تخفيضها؛
III. يسمح المركز بملكية 100% من قبل الشركات الأجنبية، وتحويل جميع الأرباح إلى الخارج؛
IV. كما أن المركز المالي له القدرة على النمو بسرعة وبدون احتياجات استثمارية مرتفعة؛
V. يحتاج المركز إلى تكاليف استثمارية أقل في الأصول الثابتة مثل المعدات والتجهيزات عكس تلك المطلوبة في القطاعات السلعية والخدمية الأخرى؛
VI. تتركز مصاريف المركز المالي على الأجور والرواتب حيث يتميز موظفوها بمكافآت عالية جداً؛

❖ أما بالنسبة للدولة الحاضنة للمرتكز المالية :

I. يساهم المركز المالي في تنويع الاقتصاد وتطوير قطاع الخدمات المالية والارتقاء ببيئة الأعمال إلى المستويات العالمية عبر توفير منصة داعمة للنمو المحلي والإقليمي والدولي ؛
II. رفع القدرات التنافسية للبنوك المحلية نتيجة لتزايد عملية المنافسة من قبل البنوك الأجنبية العاملة بالمركز؛
III. إيجاد فرص عمل في قطاع الخدمات المالية؛
IV. يساعد على تحسين معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي؛
V. تمكين المؤسسات المالية الإقليمية والعالمية من الازدهار في بيئة مواتية للنمو؛
VI. تعزيز المكانة الدبلوماسية للدولة على المستويين الإقليمي والدولي.

---

[1] هاشم السيد : فوضى المراكز المالية الحرة ، تاريخ النشر 2014/11/3 .
http://www.raya.com/home/print/f6451603-4dff-4ca1-9c10-122741d17432/34ff4187-42ce-42b1-9d31-2240c6669226.

خامسا : دور المراكز المالية الدولية .

يتلخص دور المراكز المالية الدولية في :[1]

I. **تجميع وتصدير الأموال :**

يعتمد هذت الدور بشكل اساسي على تجميع المدخرات والودائع من المقيمين وغير المقيمين ومن ثم إقراضها للمؤسسات والشركات المحتاجة للتمويل .

II. **الحلقة الدائرية :**

تمثل في تحويلات ثلاثية الأطراف ما بين مقرض ومقترض أجنبيين عبر مؤسسات مالية متمركزة في بلد كطرف ثالث .

III. **الدور التسجيلي :**

تسجيل حركة الأموال ما بين مقرض ومقترض غير مقيمين ، والبلد الموجود فيه المركز المالي الدولي لا يتأثر بحركة الأموال ، وهذا الدور تقتصر عليه شركات الأوفشور (مركز عبور أو حجز) ، وما يعاب على هذا الدور هو المساهمة في عملية غسيل الأموال .

سادسا : شروط قيام المراكز المالية الدولية .

لكي يصطلح على أي مركز مالي بأنه مركز مالي دولي وليس محلي ، يجب أن تتوفر فيه حزمة من الشروط السياسية والأمنية ، وشروط اقتصادية ، وأخرى مالية ، وشروط تقنية، كما يلي :

I. **الشروط السياسية والأمنية :**

أن طبيعة النظم السياسية تقوم بدور مهم في تمركز العمليات المالية حتى تتحول إلى مركز مالي دولي ، فالاستقرار السياسي والأمني يترجم إلى مستويات متدنية أو مقبولة من المجازفة المالية ، على عكس المناطق التي تمتاز بالتقلبات السياسية ، كالانقلابات العسكرية والثورات الشعبية والحروب الأهلية ، وكذا عدم استقرار الحكومات وسرعة تغير القوانين والتشريعات ، فهي تشكل مركز طرد للأموال الأجنبية العابرة للحدود ، مما يساعد الشركات المالية توجه أنظارها واهتماماتها نحو مناطق أكثر أمنا واستقرارا من الناحية السياسية والأمنية .

[1] جبار محفوظ وعمر عبدة سامية ، مرجع سبق ذكره ، ص (82 ، 83) .

II. الشروط اقتصادية :

تتركز الشروط الاقتصادية في :

1. توفر المنشآت القاعدية لمختلف التعاملات المالية والمصرفية ، من بنوك ، بورصات و الشركات والمؤسسات المالية ؛
2. توفر مستوى عالي من التطور الاقتصادي في شتى الجوانب ؛
3. المشاركة الواسعة في التجارة الدولية ، من خلال قوة التجارة والانفتاح المحليين.

III. الشروط المالية :

تتركز الشروط المالية في :

1. الإعفاء النسبي أو الكلي للضرائب كما هو الحال في جز البهاماس ولكسمبورغ، حيث تستفيد المؤسسات المالية هناك من تخفيضات ضريبية هامة ؛
2. عدم فرض قيود على التعاملات المالية والمصرفية مثل تحويل الأموال إلى الخارج والتعامل بأدوات مالية محددة ،وتسقيف القروض ، وكذا تحديد معدلات الفائدة ؛
3. عدم فرض قيود تحد من هامش ربح المؤسسات المالية ،كالاحتياطي القانوني للبنوك ؛
4. حجم ضخم من التعاملات المالية والمصرفية والتبادلات المالية الدولية ؛

IV. الشروط التقنية :

تتمثل الشروط التقنية فيما يلي :

1. توفر البيئة الخاصة بوسائل الاتصال والشبكات التقنية الواسعة والربط الكلية بشبكات الاتصال الداخلية والخارجية ؛
2. التطور التكنولوجي والسرعة في أداء المعلومات آليا ؛
3. توفر وانتشار الأجهزة والبرامج التقنية المساعدة على أداء العمليات المالية والمصرفية وبسرعة عالية وبتكاليف معقولة .

V. شروط أخرى :

إضافة للشروط السالفة الذكر ، هناك شروط أخرى يجب توفرها في المراكز المالية الدولية ، وهي :[1]

1. وجود أسواق مالية مستقرة ومنفتحة على العالم الخارجي وبلا قيود ؛
2. وجود يد عاملة متخصصة و تمتلك تكوينا وكفاءة عالية ؛
3. السرية والكتمان فب التعاملات ؛
4. تعدد اللغات .

سابعا : سلبيات المراكز المالية الدولية .

على الرغم من المزايا العديدة التي تقدمها المراكز المالية، إلا أن هناك بعض العيوب المصاحبة لإنشاء المركز المالي الدولي يمكن تلخيصها في الآتي :[2]

I. إن المركز المالي يتأثر بشكل متزايد بالاضطرابات والمشاكل التي تعاني منها الحكومات؛

II. تعد المراكز المالية صناعة هشة قابلة للانهيار في وقت سريع، ولعل التجارب الدولية تشير إلى أن المراكز المالية هي أكثر الصناعات عرضة للهزات، بسبب طبيعة العوامل المؤثرة على استقرار السوق ؛

III. عند تعرض المركز المالي لأي أزمة فإنه من الممكن أن تنتقل تلك الأزمة إلى القطاعات الأخرى في الاقتصاد خارج المركز المالي في الدولة وقد تنتقل إلى دول أخرى ؛

IV. لا يقتصر تأثر المركز المالي بالأوضاع المحلية فقط وإنما يمتد تأثره إلى الأوضاع الإقليمية والعالمية، حيث إن أي أزمة سياسية أو اقتصادية أو أمنية في دول الجوار تلقي بظلالها على عمل المركز؛

---

[1] نفس المرجع السابق ، ص (80 ، 81) .

[2] هاشم السيد ، موقع سيق ذكره .

V. المركز المالي الدولي عادة ما يكون أكثر عرضة من غيره من القطاعات لعمليات الاحتيال والفساد والرشاوى التجارية للشركات الدولية، وعمليات غسل الأموال؛

VI. تفتقد المراكز المالية إلى مستويات عالية من الشفافية، لذا يكتنف عملها درجة عالية من الغموض بهدف التهرب من سلطة مؤسسات فرض القانون في دول مالكي الأموال ؛

VII. تؤثر المراكز المالية على ميزان المدفوعات نتيجة تحويل الأرباح وأجور العاملين إلى الخارج ؛

VIII. تتمتع المراكز المالية بمتطلبات احتياطي قانوني منخفضة، أو تكاد تكون معدومة وهذا يجعلها تفتح باب الإقراض على مصراعيه، ما يتسبب في ضياع أموال المودعين؛

IX. قد تُستخدم هذه المراكز كمعبر لتهريب رؤوس الأموال الوطنية إلى الخارج، بسبب وجود حرية تامة لخروج رؤوس الأموال وتحويلات الأرباح إلى الخارج في هذه المناطق؛

X. تتحول المؤسسات العاملة في المراكز المالية إلى مجموعات ضغط على الحكومات الوطنية، من أجل الحصول على المزيد من التسهيلات والامتيازات ما يضر بصانع القرار .

ثامنا : أهم المراكز المالية الدولية .

المراكز المالية العالمية الرئيسة مثل لندن وزيوريخ ونيويورك وطوكيو ، ووغيرها من المراكز المالية الدولية ، وأهم هذه المراكز هي .

I. بورصة نيويورك :

تعتبر بورصة نيويورك البورصة الأولى في الولايات المتحدة الأمريكية والعلم ، إذ يعود تاريخ إنشائها الرسمي إلى عام 1817 ، وتعتبر الشركات المدرجة في بورصة نيويورك أكبر

الشركات العالمية ، كما تعتبر مؤشرات قياس أدائها داوجونز و ستاندرز أند بورز مؤشرات مرجعية لمجمل البورصات في العالم .[1]

والمعروفة أيضا باسم المجلس الكبير (the Big Board) ورمزها (NYSE)، وتقع في نيويورك في وول ستريت في مدينة نيويورك ،وتبلغ قيمتها السوقية أكثر من 16 تريليون دولار أمريكي، حيث بلغ متوسط قيمة تداولاتها اليومية في عام 2013 ما يقارب 169 مليار دولار أمريكي ، واعتبارا من عام 2014 بلغ عدد الشركات المدرجة فيها 1900 شركة، منها 1500 شركة أمريكية ، وتعود ملكية NYSE لانتركونتيننتال والتي تنظمها لجنة الاوراق المالية والبورصات .[2]

ومن أهم كبريات الشركات المدرجة في بورصة نيويورك ، هي:

1. بنك أوف أمريكا Bank of America ؛
2. فورد موتور Ford Motor Co ؛
3. جنرال الكتريك General Electric Co ؛
4. شركة تويتر Twitter Inc ؛
5. شركة سبرسنت Sprint Corp ؛
6. شركة فايزر Pfizer Inc .

II. بورصة لندن :

تعتبر لندن أهم مركز مالي أوروبي ،كما تحتل المركز الثاني بعد نيويورك في العالم ، وبدأت لندن تكسب أهميتها منذ بداية القرن السابع عشر(ق17) (تم إنشاؤها في عام 1801) حيث خلفت بورصة آمستردام بهولندا ،تم أخذت شهرتها تنتشر مع نهاية القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين ، ومن أهم مؤسسات لندن كمركز مالي نجد بورصة لندن التي تقوم بدورين

---

[1] محمد فرح عبد الحليم : السواق المالية والبورصات، الطبعة الثانية ،مركز جامعة العلوم والتكنولوجيا للكتاب الجامعي - صنعاء ، اليمن - 2013، ص (88) .

[2] Market Insights : New York Stock Exchange (NYSE) , Date of visit 05/05/2015. http://www.fxcm.com/insights/new-york-stock-exchange-nyse/

رئيسيين ، إذ تمثل مصدراً لرؤوس الأموال بالنسبة للبريطانيين والأجانب، وكذلك تعتبر مركزاً عالميا للتعامل بالأوراق المالية[1].

ويرمز لسوق لندن للأوراق المالية بـ (LSE) ، وتحوي بورصة لندن على عدة مؤشرات أهمها وأكبرها مؤشر فينينشال تايمز FTSE 100 لأكبر مئة شركة بريطانية.

وتبلغ القيمة السوقية لبورصة لندن 3,396 تريليون دولار أمريكي ، وتضم حتى الآن 3000 شركة من 70 دولة مختلفة ، وهي تعتبر سوقًا دوليًا ضخمًا لبيع وشراء الأسهم ،واندمجت مع مجموعة TMX في عام 2011 لتصبح أكبر بورصة في المملكة المتحدة و أوروبا كلها[2].

III. السوق الأوروبية للأوراق المالية :

تم إنشاء بورصة أوروبية مقرها في أمستردام هولندا وهي يورونيكست في عام 2000 بعد توحيد الاتحاد الأوروبي، ولها عدة فروع في بلدان أوروبية أخرى مثل بلجيكا وفرنسا والبرتغال والمملكة المتحدة ، اعتبارا من عام 2010 بلغت القيمة السوقية ليورونيكست ما يقرب من 2,93 تريليون دولار مما يجعلها خامس أكبر سوق أوراق مالية في العالم ، اندمجت في عام 2007 مع السوق الأوروبية الأمريكية لأوراق المال، الأمر الذي عزز صدارتها لأن تصبح في مقدمة أسواق الأوراق المالية في العالم ، خدماتها الرئيسية في الأسهم والأوراق المالية وتقدم أيضا خدمات المقاصة وتقديم المعلومات والخدمات للغير[3].

IV. البورصة الألمانية للأوراق المالية :

إن أسواق المال الألمانية تميز بصغر حجمها مقارنة باقتصاداتها الضخمة وباحتياجات مشروعاتها ، والسوق المالية الألمانية مجزأة ، فليس هناك سوق نقدية أو مالية موحدة ، هناك فقط ثلاثة مراكز مالية كبيرة في كل من فرانكفورت ، ميونخ وهامبورج ،وتعتبر بورصة فرانكفورت في ألمانيا هي الأهم والأكبر [4] .

---

[1] مروان عطون ، مرجع سبق ذكره ، ص (321 - 323) .

[2] محمد عطية : أسواق الأوراق المالية الأكبر في العالم ، تاريخ النشر 26 /12/ 2014 .

http://www.sasapost.com/the-largest-stock-exchanges-in-the-world.

[3] نفس المرجع السابق .

[4] محمد فرح عبد الحليم ، مرجع سبق ذكره، ص (86) .

تم إنشاء بورصة فرانكفورت في عام 1994 وهي إضافة حديثة نسبيا إلى عالم المال خصوصا بعد توحيد ألمانيا عام 1990 وعلى الرغم من حداثتها إلا أنها تمتلك فروعًا متعددة تمثلها في العديد من البلدان الأوروبية مثل لوكسمبورج وإسبانيا وسويسرا ، وتبلغ القيمة السوقية لبورصة ألمانيا للأوراق المالية في فرانكفورت 1,468 تريليون دولار ، وتضم حوالي 765 شركة وذلك اعتبارا من عام 2010 وتعد تلك الشركات من الشركات الضخمة العالمية.[1]

ويتم قياس حركة واتجاه أسعار سوق الأوراق المالية من خلال مؤشر مؤشرDAX في السوق المالي الألماني.

V. سوق طوكيو للأوراق المالية :

أنشئت بورصة طوكيو في عام 1878 ومقرها طوكيو، اليابان. تحتوي قوائمها على أكثر من 2200 شركة من أكبر الشركات في العالم اعتبارا من عام 2012 ، وهي أكبر بورصة في آسيا، وثالث أكبر بورصة في العالم، بقيمتها السوقية التي تبلغ 3,478 تريليون دولار أمريكي ، واندمجت بورصة طوكيو مع أوساكا للأوراق المالية في منتصف عام 2012 لتعزز صدارتها كأكبر بورصة في آسيا وهي أيضا حليف مقرب من بورصة لندن للأوراق المالية، الأمر الذي يسهل التجارة بينهما بشكل خاص وبين قارتي آسيا وأوروبا بشكل عام.[2].

ويتم قياس حركة واتجاه أسعار سوق الأوراق المالية في طوكيو من خلال مؤشر نيكاي.

VI. سوق هونج كونج للأوراق المالية :

تأسست بورصة هونج كونج لأول مرة باسم "رابطة وسطاء هونج كونج" في عام 1891 وأعيد تسميتها مرة أخرى عام 1914 ، وبورصة هونج كونج للأوراق المالية (SEKH) هي واحدة من كبرى بورصات الصين ، إذ تحتل المرتبة الثالثة من حيث القيمة السوقية بعد بورصة طوكيو وبورصة شنغهاي ، بقيمة سوقية بلغت قرابة **2,831** تريليون دولار أمريكي .

وتشمل في نشاطاتها اليومية 1599 شركة عالمية مدرجة في قوائمها من جميع أنحاء العالم، وتقوم البورصة بنشر مؤشر هانج سينج الذي يعد واحد من أهم مؤشرات التداول في العالم.

---

[1] محمد عطية ،موقع سبق ذكره .

[2] نفس المرجع السابق .

VII. أسواق مالية أخرى :

هناك العديد من أسواق المالية العالمية التي ترقى إلى مصاف المراكز المالية الدولية ، منها:

1. سوق الأوراق المالية – أستراليا - ؛
2. بورصة مونتريال ، سوق فانكوفر وسوق تورنتو للأوراق المالية– كندا -؛
3. سوق شانغهاي للأوراق المالية– الصين - ؛
4. سوق ناسداك للأوراق المالية ،وبورصة بوسطن ،بورصة شيكاغو ، بورصة واشنطن دي سي و بورصة سان فرانسيسكو بالولايات المتحدة الأمريكية؛
5. سوق الدوحة – قطر - ؛
6. بورصة لوكسمبورج– لوكسمبورج- ؛
7. سوق الرياض– المملكة العربية السعودية - ؛
8. سوق دبي – الإمارات العربية المتحدة - ؛
9. بورصة جنيف وبورصة زيورخ– سويسرا - ؛
10. بورصة سول– كوريا الجنوبية - ؛
11. سوق سنغافورة– سنغافورة - .

خلاصة الجزء الأول :

في ظل الأهمية المتزايدة لدور أسواق المال الدولية بمكوناته الفرعية من سوق نقدية وسوق راس المال، أصبح الاقتصاد العالمي أداة تحركه المراكز المالية الدولية من بورصات عالمية وأسواق صرف لعملات أجنبية، على غرار وول ستريت، لندن، طوكيو، فرانكفورت، هونكونغ ، شنغهاي، أسواق الأورو دولار وأسواق الفوركس، والتي تؤدي في نهاية المطاف إلى نقل رؤوس الأموال عبر الحدود دون عوائق تذكر ، بذريعة حرية تنقل الأموال، همها الوحيد البحث عن الأرباح المغرية وفق أدوات مالية ونقدية متعددة الآجال .

سيما وأن تطور الأسواق المالية جاء في أعقاب التطورات الاقتصادية وازدهار شبكات الاتصال ونقل المعلومات التي يوفرها التقدم التقني الهائل في ربط الأسواق المالية العالمية مما يسمح للدول والشركات الضخمة ورجال الأعمال من ولوج السوق المالي والحصول على التمويلات أو المضاربة على أسعار الأوراق المالية، أو أي خدمات أخرى مختلفة تقدمها السوق، وذلك من أي مكان على وجه الكرة الأرضية دون تكبد عناء التنقل المباشر لتلك الأسواق .

ففي العصر الحديث أصبحت الدول تمول حاجاتها ومشاريعها التنموية انطلاقا من الأسواق المالية الدولية، سواء بإصدار سندات أو أذونات الخزينة أو سواء عن طريق الاقتراض المباشر من المؤسسات المالية الدولية النشطة في السوق المالي، ونفس الشيء بالنسبة للشركات الضخمة ورجال المال والأعمال، مما جعل السوق المالية الدولية بفروعها أداة مالية جديدة لا مناص منها.

وكخلاصة لما تقدم عرضه في هذا الجزء من الكتاب ودعما للأهداف المرجو تحقيقها، يمكن أن التوصل إلى النتائج التالية :

1. إن فهم مكونات السوق المالي الدولي وأدواته المالية والنقدية يشكل منفذا لاستيعاب واقع البورصات العالمية والبنوك الدولية ؛
2. إن الأسواق المالية الدولية تمثل منصة تداول للمؤسسات المالية العالمية وفق تشكيلة مختلفة من الأدوات المالية والنقدية؛
3. مما لاشك فيه أن نجاح أسواق المال الدولية في أداء مهامها المنطوة بها يرجع إلى الدور الذي تلعبه المنظمات والهيئات الدولية في إدارة وتنظيم السوق، على غرار بنك التسويات الدولية ؛

الجزء الثاني:

تقييم الأسهم والسندات

مقدمة الجزء الثاني:

في هذا القسم الثاني من الكتاب سيتم إعطاء فكرة عامة عن أسواق الاوراق المالية من وجهة نظر أكاديمية ومن وجهة نظر عملية واقعية من خلال مجموعة من المحاور الرئيسية، يركز على المفهوم، الأهداف، الأهمية، الفروع والتعرف على أدوات السوق، وكذا نماذج التقييم وعمليات وكذا نماذج التغطية من خلالها، ويكون مدعما بأمثلة وتمارين محلولة.

المحـــور الأول :

مفاهيم عامة حول ســـوق الأوراق الماليـــــة

تمهيـــــد :

تمثل أسواق الأوراق المالية بالشكل العام أداة أساسية من أدوات النمو الاقتصادي، لما لها من أثر ايجابي على النشاط الاقتصادي، وذلك من خلال تحريك الأموال بين فئتين متضادتين في الموضع، الأمر الذي يجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين لطول آجال التمويل فيها، ومع وجود إمكانية تحويلها إلى سيولة مطلقة بسرعة ويسر نسبيين، أو إعادة تشكيل المحفظة المالية بما يحقق أكبر عائد، الأمر الذي يعزز آفاق النمو والتطور الاقتصادي في المدى الطويل.

أولا: ماهية سوق الأوراق المالية.

يطلق الاقتصاديون على سوق الأوراق المالية عدة أسماء تشير إلى مدلول واحد – كسوق الأسهم والسندات، سوق رأس المال، البورصة -ونعتمد في دروسنا على مصطلح واحد هو سوق الأوراق المالية.

I. تعريف سوق الأوراق المالية:

قبل الانطلاق في التعريف نلاحظ أن هذا المصطلح " سوق الأوراق المالية " مكون من مصطلحين وهما السوق والأوراق المالية، وسنقوم بتعريف السوق ثم الأوراق المالية اصطلاحا:

1. السوق :

وللسوق في اصطلاح الاقتصاد المعاصر معنى أوسع مما هو عليه في التعريف اللغوي (أنه موضع البياعات -البيع والشراء -)[1]، إذ يكفي مجرد وجود تعامل على سلعة أو خدمة معينة لإطلاق لفظ السوق سواء هذا التعامل بالالتقاء المباشر بين البائعين والمشترين، أو بأي وسيلة من وسائل الاتصال كالبريد والهاتف والتلكس وشبكة المعلومات، وغيرها من طرق الاتصال الحديثة. [2]

وبوجه مختصر فالسوق لا يقصد به مكان معين وإنما أسلوب إتمام عملية تجارية سواء كان على نطاق دولي أو محلي.[3] ولهذا أصبح تعريفه أنه ليس بالمكان بل هو المجال أو الإطار.

---

[1] ابن منظور: لسان العرب، المجلد الثالث، الجزء الرابع والعشرين، باب السين، مادة سوق، دار المعارف – القاهرة- ص(2154).

[2] عبد الله بن محمد بن عبد الله العمراني: العقود المالية المركبة، كنوز اشبيليا –السعودية- 2006 ص(315).

[3] أنور مصباح سوبره: شركات استثمار الأموال من منظور إسلامي، رسالة أعدت لنيل درجة الماجستير في الدراسات الإسلامية، رسالة منشورة، مؤسسة الرسالة للنشر – لبنان- 2004، ص(186).

2. الأوراق المالية :

والورقة المالية في الاصطلاح هي صك أو مستند، يعطي لحامله أو صاحبه الحق في الحصول على عائد محدد أو غير محدد مسبقا كما أنها تضمن حق أصحابها في استرداد القيمة الأصلية (الاسمية) للورقة في نهاية مدة معينة أو الحق في الحصول على جزء من الأصول المادية المقابلة لها في ظروف معينة، وكذلك حق التصرف في الورقة ذاتها في أي وقت [1]، بمعنى قابليتها للتداول بالبيع والشراء.

هذا من حيث مكونات مصطلح "سوق الأوراق المالية" أما من حيث بأنه مصطلح واحد فيمكن صياغة التعريف التالي للوصول الى مدلوله ومفهومه: هو الإطار الذي يتم وفقه اصدار أدوات مالية طويلة الاجل من طرف أصحاب العجز ثم اقتناؤها وتداولها عبر قنوات اتصال فعالة بين أصحاب الفائض بصورة منظمة ومراقبة" من خلال هذا التعريف يمكن إبراز الجوانب المختلفة لسوق الأوراق المالية في العناصر التالية:

أ. العنصر الأول:

تتمثل الوظيفة الأساسية لسوق الأوراق المالية في جذب وتجميع مدخرات الأفراد والفوائض المالية لدى الشركات وغيرها المعبر عنها بالوحدات المدخرة أو وحدات ذات الفائض المالي وإتاحتها وفقا لقواعد معينة إلى الجهات التي تحتاج إليها المعبر عنها بالوحدات ذات العجز المالي.

ب. العنصر الثاني:

تؤدي هذه السوق وظيفتها من خلال أدوات مالية معينة بشكلها التقليدي المتمثل بالأسهم والسندات والأدوات غير التقليدية المعبر عنها بالأدوات المشتقة.

ج. العنصر الثالث:

تطلق سوق الأوراق المالية على عملية تتكون من مرحلتين:

- ✓ المرحلة الأولى: يتم فيها إصدار هذه الأوراق فيما يسمى بسوق الإصدار أو السوق الأولية

[1] سعيد توفيق عبيد: الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس –القاهرة- 1999، ص(67).

✓ المرحلة الثانية: يتم فيها تداول ما تم طرحه في السوق الأولية وتسمى سوق التداول أو السوق الثانوية.

وتطلق سوق الأوراق المالية على هذين السوقين معا.

د. العنصر الرابع:

قد يكون التعامل في هذا السوق إما بطريقة مباشرة وذلك يحتم عليه وجود مكان وزمان مشتركين، وإما بطريقة غير مباشرة، وذلك يحتم عليه وجود الزمان المشترك دون المكان ويتم تبادل المشتريات (الأوراق والعقود) بواسطة أو عن طريق وسائل الاتصال والشبكات المختلفة.

ه. العنصر الخامس:

تتناول هذه الأسواق أدوات ذات أجل طويل.

و. العنصر السادس:

لا تقوم هذه الأسواق إلا على قنوات اتصال بين طرفي العملية، ولا يقوم هذا السوق بنشاطه إلا إذا كانت هذه القنوات ذات فعالية ونشاط.

ز. العنصر السابع:

يمكن أن تكون هذه الأسواق منظمة أو غير منظمة ويمكن أن تكون محلية أو تكون دولية.

ح. العنصر الثامن:

يسهر على تنظيم هذه الأسواق هيئات رقابية وأشخاص مختصون ومرخصون

II. التطور التاريخي لسوق الأوراق المالية :

1. الخلفية التاريخية:

وجدت الأسواق في المجتمعات البشرية منذ القدم، وكان يتم فيها تبادل السلع عن طريق المقايضة ثم تطورت وأصبحت تتم عن طريق المبادلة بالنقود، وكان تبادل السلع يتم عن طريق الاتصال المباشر، ثم بعد أن تطورت وسائل الاتصال أصبح التبادل يتم عن طريقها (وسائل الاتصال)، أو عن طريق الوسطاء والوكلاء.

بناء على ذلك تطور مفهوم السوق، كما سبقت الإشارة، فلم يعد يقتصر على المكان المعين ونتيجة لكثرة وتنوع المنتجات ظهرت الأسواق المتخصصة كأسواق المواد الغذائية وأسواق الذهب وظهرت أسواق تهتم ببيع وشراء الأوراق المالية.

لقد كان التعامل بالأدوات المالية في بدية الأمر في فرنسا وانجلترا وأمريكا يتم على قارعة الطريق، ثم استقر التعامل بعد ذلك في أبنية خاصة والتي أصبحت تسمى الآن أسواق الأوراق المالية [1]، وترجع نشأة هذه الأسواق تاريخيا إلى فرنسا في القرن الثالث عشر الميلادي في عهد الملك "فيليب" الذي عاش خلال الفترة (1268-1314) ميلادي حيث أوجد مهنة السمسرة ، وخلال هذه الفترة انتعشت الحركة التجارية في بلجيكا فكانت مدينة بروج (Bruges) من أشهر المدن والمراكز التجارية العالمية ، وأصبحت مهبط التجار ورجال الأعمال إذ كانوا يجتمعون مقابل قصر عائلة فان دي بورص (Vander Bourse) ليتبادلوا الصفقات [2] وقيل يجتمعون في فندق يملكه شخص يسمى (Van Der Bourse) [3]وقيل إن (فان دي بورص) هذا اكتسب أسمه من الشعار الذي رسمه على فندقه دلالة على مهنته وهو عبارة عن ثلاثة أكياس من النقود وذلك لأن كلمة Bourse تعني باللغة الجرمانية كيس النقود [4] وتطورت حركة التبادل هذه لتأخذ أسم العائلة أو الشخص مع العملية إلى أن أصبحت هذه الكلمة تطلق على سوق تداول الأوراق المالية[5] وإذا رجعنا إلى تواريخ إنشاء أهم البورصات في العالم وجدنا أن أول بورصة أنشئت كانت في مدينة "أنفريس البلجيكية" عام 1536م [6] ، ثم تتابع بعد ذلك إنشاء البورصات في أوربا ، ثم في باقي دول العالم.

لم تنشأ سوق الأوراق المالية بهياكلها ونظمها وإدارتها التي عليها اليوم، بصورة فجائية بل مرت بمراحل هي:

2. مراحل نشوء سواق الأوراق المالية:

يمكن التعرض إليها كما يلي: [7]

---

[1] عبد النافع عبد الله الزراري: غازي توفيق فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر –عمان- 2001، ص(46).

[2] أشرف محمد دوابة: نحو سوق مالي إسلامي، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة -مصر - 2006، ص (22).

[3] صلاح السيد جودة: بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية –الإسكندرية- 2000، ص(10).

[4] مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان: أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى - الرياض- 2005، ص(78/1).

[5] عبد النافع عبد الله الزراري وغازي توفيق فرح، مرجع سبق ذكره، ص(46).

[6] صلاح الدين السيسي: بورصات الأوراق المالية العربية والدولية، عالم الكتاب –مصر- 2003، ص(05).

[7] شعبان محمد إسلام البرواري: بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي ، دار الفكر – دمشق - 2002 ،ص(32).

أ. مرحلة إنشاء أسواق البضائع:

إن التطور الذي مس أوربا بالانتقال من المرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية، وازدياد المحاصيل والطلب عليها، حتم وجود سوق الاتجار بالمحاصيل الزراعية وظهر ما يسمى بالمضاربين ليحتملوا خطر تقلبات الأسعار، وإنشاء تجارة الجملة لتحمل خطر الاتجار فنشأت الأسواق في أماكن متعددة للاتجار في هذه المحاصيل، وسميت سوق البضائع فقد أنشأت أول سوق للبضائع في باريس عام 1304م.

ب. مرحلة التعامل بالأوراق التجارية:

بدأت في فرنسا في القرن الثالث عشر بتداول الكمبيالات والمسحوبات الأذنية حيث أوجد الملك فيليب مهنة سماسرة الصرف من أجل تنظيم هذا التداول.

ج. مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطريق:

ذكرتا سابقا بأن التعامل في الأوراق المالية كان يجرى في سوق البضائع، ولكن بعد أن خرج المتعاملون في الأوراق المالية من سوق البضائع بدأوا يبحثون عن مكان لهم، فكان مكانهم قارعة الطريق والمقاهي.

د. مرحلة استقلال أسواق الأوراق المالية بمبانيها وأنظمتها:

صاحب مرحلة التطور الصناعي نشوء مشاريع ضخمة لم يستطع المستثمر الفرد وحده القيام بالأعباء المالية، فنمو الاقتصاد وتطور الصناعة وزيادة الدخل من ناحية ورواج التعامل في الأوراق المالية من ناحية أخرى، أملى ضرورة قيام أسواق الأوراق المالية المستقلة بأنظمتها وإدارتها ومبانيها، ومن بين الأسواق المالية التي استطاعت أن تستقل بمبنى خاص هي بورصة لندن1773م ثم باريس 1808م ونيويورك1821م [1] ثم طوكيو وغيرها...

III. مقومات إنشاء سوق الأوراق المالية:

لا تنشأ سوق الأوراق المالية لمجرد الرغبة في ذلك ولا بصدور قرارات من السلطات المختصة ولكن يتطلب ذلك توافر مجموعة من الشروط والمقومات أهمها:

---

[1] أحمد محي الدين أحمد: أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، سلسلة صالح كمال للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، مجموعة دالة البركة، الكتاب الثاني -جدة - 1415/ 1995، ص(30 ،31).

أ. تبني فلسفة اقتصادية واضحة، قائمة على الثقة في قدرات السوق على تحريك النشاط الاقتصادي في ظل اعتبارات الكفاءة الاقتصادية والسلوك الرشيد للفرد والهيئات القائمة بالنشاط الاقتصادي. [1]

ب. توفر الإطار التشريعي، المرن القادر على الاستمرار والتكيف مع المستجدات والمتغيرات الاقتصادية وعلى تسهيل المعاملات وعلى تحريك رؤوس الأموال، مع توفير الحماية والأمان لكافة أطراف التعامل [2].

ت. وجود هيكل مؤسسي منظم، يعبر عنه بجهاز إداري متكامل تحكمه هيئة أو لجنة ويشترط بأعضاء السوق الحياد والخبرة بشؤون المال. [3]

ث. وجود قنوات وسيطة فعالة ومتطورة وكفئة، تساهم في توفير المعلومات الدقيقة وتسهيل وتسريع عمليات التداول.

ج. وجود حجم كاف من المدخرات المعروضة للاستثمار، من خلال أجهزة السوق مقابل وجود طاقة استيعابية مقبولة ومعقولة وقادرة على استيعاب رأس المال المعروض المتمثل في المشروعات ذات الجودة الاقتصادية، والربحية المغرية. [4]

ح. وجود الاستمرارية والتنظيم، فلا بد من أن تكون سوق الأوراق المالية سوقًا مستمرة وذلك من خلال وجود العناصر التالية:

- ✓ وجود عدد كافي من المتعاملين فيها، يضمن الاستمرارية والاستقرار، لأنه يمنع التحكم في الأسعار من قبل فئة من المتعاملين؛
- ✓ وجود الحرية التامة بين المتعاملين؛
- ✓ تعدد وتنوع الأوراق المالية المطروحة والمتداولة، وذلك بزيادة عدد الشركات؛

---

[1] حسن عبد المطلب الأسرج: تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة 1994-2003، ص(08)، تاريخ الزيارة 2007/02/15.
New.gdnet.ws/fulltext/alasrag_arab_stock.pdf

[2] خليل الهندي وأنطوان الناشف: العمليات المالية والسوق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب، الجزء الثاني - لبنان - 2000، ص(53) .

[3] أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلامة: الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، دار المسيرة -عمان- 2004، ص(113).

[4] حسين عبد المطلب الأسرج، مرجع سبق ذكره، ص(08) .

- ✓ وجود أنظمة كفئة للإفصاح المعلوماتي والمالي عن واقع الشركات والسوق وتحليل النشاط الاقتصادي؛
- ✓ وجود الشركات والمؤسسات المصدرة للأوراق ضمن قائمة المؤسسات ذات السمعة الجيدة؛

خ. وجود هيكل متكامل من البنوك والمؤسسات المالية التي تستخدم أساليب فنية متقدمة ووجود إطارات فنية ذات خبرة عالية. [1]

ثانيا: وظائف سوق الأوراق المالية

وجدت سوق الأوراق المالية من أجل الربط بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز، ولم تقتصر على هذه المهمة بل تعددت وظائفها إلى:

I. **إيجاد سوق دائمة ومستمرة وحرة:**

تعتبر سوق الأوراق المالية سوقًا مستمرة، يتم العمل من خلالها على الأوراق المالية في أوقات العمل الرسمية، بحيث تمكن جمهور المتعاملين من شراء وبيع الأوراق المالية، طلبا للربح أو تغير للاستثمار، حيث يكون في وسع المتعامل في أي وقت تسييل أصوله المادية ومن جهة المستثمر وجود سوق لطلب الأموال [2]، وتتحقق في هذه السوق المنافسة الحرة حيث تتحدد فيها الأسعار وفقا لقانون الطلب والعرض[3]، وتكون الأسواق حرة ومفتوحة لجميع المستثمرين، دون النظر إلى مراكزهم المالية.

II. **ضخ الأموال في دائرة الاقتصاد:**

إن قيام أصحاب الفائض بالاكتتاب في أسهم شركة حديثة أو شراء كمية من السندات التي تصدر عن بعض الشركات يعني هذا، أنهم قد أضافوا مصادر تمويل جديدة للسوق، حيث لا يستطيع المستثمر سحب أمواله من السوق إلا إذا حل محله مستثمر آخر وقام بشراء هذه الأدوات، وهذا يدل أن الأموال تبقى في السوق ولا تخرج منه إلا إذا تم تصفية هذه الشركة

---

[1] حسين شحاته وعطية فياض: الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية -البورصة-، دار الطباعة للنشر الإسلامية – مصر- 2001، ص(11).

[2] شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص(45).

[3] حسين شحاتة، عطية فياض، مرجع سبق ذكره، ص(08).

أوتم اســـتحقاق دين الورقة، كما إن عملية بيع الورقة وتحويلها إلى أموال يفتح أبواب مجالات استثمار جديدة وذلك بضخ تلك الأموال في مجالات استثمار أخرى. [1]

III. تعبئة المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشاريع:

تحول ســوق الأوراق المالية مدخرات الأفراد إلى اســتثمارات ، وتتيح هذه الاســتثمارات التمويل اللازم لتمكين مشـاريع الأعمال والحكومة من إنتاج السـلع والخدمات التي يحتاجها الفرد ، ويتم تشـجيع المدخرات نحو الاستثمار المالي بعدة أساليب منها: عن طريق الاكتتابات المقسطة ، أو ضمان حد أدنى من الأرباح والفوائد ، نشر الوعي الاستثماري في الأدوات المالية[2] إضافة إلى ذلك تسـهيل اسـتثمار رؤوس الأموال في هذه السـوق، وتظهر هذه السـهولة في إمكانية استثمار أي مبلغ مالي صغير أو كبير ، ولأي مدة طالت أو قصرت، ولا يحتاج ذلك إلى خبرات مالية عالية ويتيح الفرصـــة لتنويع الاســـتثمار فيمكن توزيع رأس المال على عدة مجالات وذلك بشراء أسهم لشركات صناعية وأخرى زراعية وغيرها من مجالات الاستثمار.[3]

IV. أداة لتقييم الأداء الاقتصادي للشركات:

إن الشركات والمؤسسات المسجلة في هذه السوق، هي تلك التي قد استوفت عددًا من الشروط المحددة في التنظيمات والقوانين الساري العمل بها، ومن بينها مطالبة هذه المؤسسات بالإفصاح عن نشـاطها وقوائمها المالية ورقم أعمالها بصفة دورية إلى غير ذلك من المعلومات التي تساعد على تقييم أداء هذه الشركات

V. مؤشر الأحوال الاقتصادية:

تعبر سـوق الأوراق المالية عما يحدث في الاقتصـاد الأمر الذي يعطي الإدارة الاقتصـادية في البلاد الفرصــة لاتخاذ أي إجراءات تصـحيحية بهدف معالجة أي خلل اقتصــادي [4]، فعند انخفاض الأســعار يعتبر مؤشرا لاحتمال تعرض البلاد لموجة من الكســاد، كما يبدي المحللون

---

[1] خليل الهندي وأنطوان الناشف: مرجع ساق ذكره، ص(56).

[2] وليد أحمد صـافي: سـوق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصـادية – حالة تطبيقية، سـوق عمان المالي-رسـالة لنيل شـهادة ماجستير، غير منشورة في العلوم الاقتصادية –فرع نقود وتمويل-جامعة الجزائر، 1996-1997 ، ص(27).

[3] حسين شحاتة وعطية فياض، مرجع سبق ذكره، ص(09).

[4] عبد النافع الزراري وغازي توفيق فرح، مرجع سابق، ص(13).

الاقتصـاديون وجهات نظرهم بشـأن الحالة وبشـأن الترتيبات المقترحة لمواجهتها [1]، ومن خلالها نسـتطيع أن نعرف معدلات الاسـتثمار والادخار، وتسـتطيع الدولة اتخاذ قرارات من أجل السياسات النقدية والمالية لتحقيق الاستقرار فيها.

VI. أداة للتحوط من المخاطر:

يسـتفيد من سـوق الأوراق المالية التجار والصـناع والزراع، حيث يتمكن كل واحد منهم، من التأمين على مركزه ضد تقلبات الأسعار بفضل عملية التغطية [2]، وذلك بدخوله في عمليات تتم في أسواق مخصصة لذلك.

VII. بيع الحقوق وشراؤها:

فعن طريق هذه السـوق يسـتطيع المستثمر الانسحاب من الشركة، وذلك ببيع حقه في الشركة في هذه السوق، دون المساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع من أراضٍ ومبانٍ وغيرها من المعدات. [3]

VIII. المساهمة في تمويل خطط التنمية:

عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك السـوق وذلك من أجل سـداد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية [4]، أو من أجل تحقيق سياسة اقتصادية معينة (طرح أدوات في السوق من أجل امتصاص السيولة).

ويمكن تمثيل أهمية سوق الأوراق المالية في النقاط التالية: [5]

1. سهولة الحصول على الأموال بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية المقيدة في السوق؛

2. سهولة عملية الربط بين أصحاب الفائض وأصاحب العجز؛

---

[1] ضياء مجيد الموسوي: البورصات – أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات-، منشورات image –دون بلد نشر- 1998، ص(07).

[2] شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص(48).

[3] نفس المرجع السابق، ص(47).

[4] أحمد بوراس و سعيد بريكة: كفاءة الأسواق العربية وتمويل الاقتصاد بالجزائر، بحث مقدم للملتقى الدولي حول_سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات – دراسة حالة الجزائر والدول النامية –بسكرة، الجزائر- يومي: 21-22/ نوفمبر/ 2006، ص(03).

[5] زيدان محمد ونورين بومدين: دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر، بحث مقدم للملتقى الدولي حول_سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات – دراسة حالة الجزائر والدول النامية –بسكرة، الجزائر- يومي: 21-22/ نوفمبر/ 2006 ، ص(03).

3. سهولة تسييل الأوراق المالية التي يحوزها المستثمر؛

4. استقطاب الأموال الأجنبية للاستثمار المحلي؛

5. تسهيل توزيع المدخرات على مختلف المشاريع الاقتصادية وتنشيط كافة قطاعات النشاط الاقتصادي؛

6. تجنب الآثار التضخمية [1] إذ لو قامت المصارف المحلية بعمليات التمويل لأدى ذلك إلى زيادة كبيرة في حجم الائتمان وبالتالي إحداث موجة تضخمية؛

7. الزيادة من حيوية المشروعات للوصول إلى الشروط اللازمة لدخوله إلى هذا السوق؛

8. كما تبرز أهميتها بالنسبة إلى الدولة بأنها أداة اقتصادية تضبط بها السير الحسن للاقتصاد.

---

[1] صلا ح الدين السيسي، مرجع سبق ذكره، ص(21).

المحـــــور الثاني :

عناصر تقييم أدوات سوق الأوراق المالية

تمهيـــــد :

من أجل تقييم أدوات ســـوق الأوراق المالية لا بد علينا أن نلم بمجموعة من المتغيرات التي تعتبر العناصر الأساسية للتقييم في سوق الأوراق المالية

أولا: ماهية التقييم:

هي عملية منظمة تتم في زمن معين للوصـول الى هدف معين، وذلك من خلال جمع وتحليل المعلومات لتحديد مدى تحقيق الأوضاع الحالية الى الأهداف الموضوعة.

ويمكن شرح العناصر الأساسية للتعريف:

I. التقييم عملية:

وسمي التقييم بعملية لسببين:

1. لأن لكل عمليـة أثر وتظهر آثار التقييم في التوجيهات المتبعة لاختيار الأداة أو لعدم قبول أداة معينة.
2. لأنه يتم وفق إجراءات منظمة وممكلة ويظهر ذلك فيتقدم المصـطلح مضــاف اليه الصــفة وهي الدراســة والتنظيم والاهتمام بالعواقب التي تنجر على ذلك العمل وهو التقييم.

II. زمن معين:

وهو الزمن الذي يكون قبل تنفيذ العمليات الاســتثمارية من شراء أو بيع أو حتى اســتثمار حقيقي أو أي نوع من أنواع العمليات الاستثمارية التي تتطلب التقييم، ويكون التقييم مرحلي أو نصف سنوي أو قبل العملية.

III. للوصول الى هدف معين:

وهو غاية التقييم وغالبا هذا الهدف هو تجنب الخسارة مع تحقيق الربح.

IV. من خلال جمع وتحليل المعلومات:

ولا تتم عمليـة التقييم الا بوجود معلومات ولا تكفي تلك المعلومات الا إذا تم تحليلها تحليلا صحيحا ودقيقا وذلك بعد جمعها وترتيبها وتنظيمها وفق آليات مصممة مسبقا (نماذج التقييم).

V. لتحديد مدى تحقيق الأوضاع الحالية الى الأهداف الموضوعة:

وهي الإجابة التي يعمل التقييم من اجل الوصول اليها.

ثانيا: عناصر التقييم

يقوم تقييم أدوات سوق الأوراق المالية على عناصر نوجزها فيما يلي:

I. العائد :

1. تعريف العائد:

هو عبارة عن التدفق النقدي الحقيقي الذي يحصـــل عليه المســـتثمر خلال فترة زمنية معينة، حيث يتم التعبير عنه غالبا بشـــكل نســـبي من تكلفة الاســـتثمار في بداية الفترة ويحس غالبا من خلال المعادلة التالية:

العائد = الأرباح الرأسمالية + الأرباح الدورية

حيث أن :

الأرباح الرأسمالية هي الفارق الموجب بين قيمة البيع وقيمة الشراء.

الأرباح الدورية هي جميع الأرباح التي يتحصـــل عليها المســـتثمر جراء امتلاكه للأداة ولا يشترط في هذه الدورية الانتظام.

ولذلك يمكن حساب العائد من خلال المعادلة التالية:

$$\textbf{العائد} = \frac{\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء}}{\text{سعر الشراء}} + \textbf{التوزيعات أو الفوائد}$$

يحســـب العائد لفترة زمنية واحدة أو لعدة فترات متتالية من خلال الوســـط الحســـابي أو الوسط الهندسي.

ويتأثر العائد بعدة عوامل منها:

أ. توقيت اتخاذك لقرارك الاستثماري:

فيجب أن يكون القرار بيع إذا كانت الأســـعار مرتفعة عما تم الشـراء به، والعكس أو تحيين الفرص في عمليات المضـــاربة في الشـراء أو البيع أو احدى طرق وآليات الشـراء والبيع

المعروفة في السـوق مثل البيع على المكشـوف أو الشرـاء بالهامش مما تحقق لك ربحا دون ان تتعرض للخسارة.

ب. حالة الشركة المستثمر في أسهمها أو سنداتها:

وهذا ما يعرف بالمخاطر الأساسية.

ج. حالة السوق:

هل هو في فقعه مالية، هل هو في حال ترقب من قبل المستثمرين، هل هناك انسحاب للمستثمرين وكل هذه الحالات لها أسباب تتعلق بالسوق أو الاقتصاد أو المستثمرين.

د. حالة الاقتصاد:

هل هو في توجه نحو التضخم أو الكسـاد أو الرواج كل هذه الحالات الاقتصادية تؤثر في العائد.

2. أنواع العوائد :

أ. العائد الجاري:

هو العائد الذي يحصل عليه المستثمر خلال مدة الاستثمار جراء تملكه لهذا الأصل سواء في عمليات الأسـواق المالية أو عملية في الاسـتثمار الحقيقي كاسـتثماره في فندق معين أو شرائه لهذا الفندق أو الشـقق المفروشـة، فهذه الشـقق المفروشـة يلزمه في بداية الأمر دفع اسـتثمار مبدئي كي يتمكن من حصوله وتملكه لهذا الأصـل، وبالتالي عندما يدر له من عملية تأجيره مبلغاً معيناً من المال فهذا المبلغ يعتبر عائداً جارياً.

والعائد الجاري إما أن يكون بشـــكل موجب وهو العائد الذي يتحصـــل عليه، أو أن يكون (صفر) في حال أنه لم يؤجر بالأساس، ولكن من المستحيل أن يكون عائداً سلبياً.

ب. العائد الرأسمالي:

وفي حالة بيع الشخص للأصل يعتبر الفرق بين ثمن الشراء وثمن البيع عائدا رأسماليا.

ويحتمل ثلاثة أنواع: (عائد رأسـمالي إيجابي، عائد صـفر، عائد سـلبي) فلو تملك سـيارة ورغب في العملية الاسـتثمارية في هذه السـيارة لفترة زمنية معينة ولنفترض أن أشـترى هذا الأصـــل بمائة ألف وفي تاريخ هذا اليوم أراد هذا الشـــخص بيعها ولم يتحصـــل إلا على ثمانية وتسـعين ألف فهنا خسرـ خسـائر رأسـمالية قيمتها ألفين، ويحتمل (صـفر) إذا باعها بنفس قيمة

المشـــترى، ومن الممكن أن يكون الربح الرأســـمالي موجباً في حال بيع الأصـــل بأكثر من قيمة المشترى مائة وخمسة آلاف.

ويمكن التعبير عن العائد خلال فترة الاحتفاظ بهذه الورقة إما بعائد أو بنســبة عشريـة أو برقم أو بنسبة كسرية أو بعدد كسري.

مثال:

أحد المسـتثمرين قام بشراء 200 سـهم من أسـهم شركة(م) وكانت القيمة السوقية للسهم عند الشراء 500 دج وفي تاريخ لاحق قامت الشركة بتوزيع أرباح بواقع 10دج لكل سهم، ثم بعد ذلك قام المستثمر بتصفية استثماراته ببيعها في بورصة الأوراق المالية وكانت القيمة السوقية للشركة في هذا التاريخ 550دج.

المطلوب:

- إعداد العائد الذي حققه المســـتثمر خلال فترة احتفاظه بهذه الورقة المالية للشركة(م)؟

الحل:

- العائد الجاري: الشركة وزعت 10 دج لكل سـهم، والمسـتثمر قام بشراء 200 سهم فالعائد الجاري بالنسبة له في هذه الورقة = 10×200= 2000 دج.
- العائد الرأسـمالي: ثمن الشراء = عدد الأسـهم × القيمة السـوقية عند الشراء = 200× 500 = 100 ألف دج.

ثمن البيع = عدد الأسهم × القيمة السوقية عند البيع = 200×550 = 110آلاف دج.

والفرق بين ثمن البيع وثمن الشراء هو العائد الرأسمالي = 10 آلاف دج.

والعائد (كرقم) خلال فترة الاحتفاظ = العائد الجاري + الرأسمالي = 12 ألف دج.

والعائد (كنسـبة عشرية) = المحصلة النهائية (12ألف) ÷ ثمن الشراء (100ألف) =0.12 دج للسهم.

والعائد (كنسبة مئوية) = العائد كنسبة عشرية ×100 = (12×100= 12%).

3. معدل العائد المطلوب:

وهو المعدل الذي يطلبه المستثمر على استثماره تعويضا عن المخاطر المحتملة، وهو يعوض المستثمر عن القيمة الزمنية للنقود والتضخم ومخاطر الاستثمار[1]، ويكون هذا العائد دائما مرتبط بالعائد الخالي من المخاطر وهو عائد السندات الحكومية، بحيث يجب ان يكون العائد المطلوب أكبر دائما من العائد الخالي من المخاطر، ويمكن أن تضاف للعائد الخالي من المخاطر كل من نسبة التضخم وعلاوة المخاطرة، ويتم حسابه كالتالي:

معدل العائد المطلوب = المعدل الخالي من المخاطر+ نسبة التضخم + علاوة المخاطر.

وعلاوة المخاطر هي النسبة التي يطلبه المستثمر مقابل المخاطر التي يتحملها في عملية الاستثمار، ويمكن اعتبارها أنها العائد الذي سيحصل عليه المستثمر مقابل المخاطر التي يتحملها باستثماره ذلك وتقاس في الأسهم حسب كل شركة، أما في السوق فتقاس من خلال الفرق بين العائد الخالي من المخاطر والعائد السوقي.

4. معدل العائد المتوقع:

هو العائد على الاستثمار الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه ويمكن حسابه من خلال عدة طرق ابسطها حساب متوسطات العائدات التاريخية للسهم خلال فترة ما[2].

5. العائد غير المتوقع:

هو عبارة عن الفرق بين العائد الفعلي الذي جُسِدَ حقيقةً والعائد المتوقع الذي أحتمل توقعه.

[1] فؤاد عبد الحميد النواجحة: قدرة نماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، دراسة تحليلية مقارنة، رسالة ماجستير، تخصص محاسبة وتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية –غزة- 2016، ص(23).

[2] نفس المرجع السابق، ص(23).

II. المخاطرة:

1. تعريف المخاطر:

هي حالة عدم التأكد المتعلقة بحصول الربح أو الخسارة[1]، أو بشكل أوسع هو حالة عدم التأكد أو التذبذب أو الخسارة المتعلقة بالاستثمار في أصل ما، أو يمكن اعتباره في النهاية أن العائد المتحصل عليه أقل من العائد المتوقع.

ويمكن اعتبار المخاطر انها مقياس نسبي لمدى تقلب العائد أو التدفقات التي سيتم الحصول عليها مستقبلا[2].

ويتضح مما تقدم أن المخاطرة تنطوي على مفهوم مالي لأن مضمونها ينحصر باحتمالية تحقق الفوائد، لذلك فقد أصبحت معيارا مهما يسترشد به عند توظيف الأموال بالأوراق المالية لدورها في تحديد سعر الأداة ومعدل العائد المطلوب.

2. أنواع المخاطر:

يتعرض المستثمر في الأوراق المالية الى المخاطر التالية:[3]

أ. المخاطرة غير النظامية:

هي ذلك التقلب الذي يحصل بعائد أداة معين، ناتج من عوامل تنفرد بها الجهة المصدرة للأداة، ومستقلة عن تلك العوامل المؤشرة بالنشاط الاقتصادي ككل، يطلق عليها أحيانا بالمخاطر المنفردة، من الشركات التي تتصف بدرجة كبيرة بهذه المخاطر، هي التي تنتج سلع استهلاكية، مثل المشروبات الغازية، السجائر، حيث تعتمد مبيعاتها على النشاط الاقتصادي أو ظروف سوق الأوراق المالية بدرجة كبيرة.

والعوامل التي تسبب هذه المخاطرة، هي الإضرابات العمالية للشركة، سوء الإدارة في استخدام الموارد، ظهور اختراعات جديدة، تغير أذواق المستهلكين، مثل هذه العوامل تعرض أرباح الشركة إلى الانخفاض مما يؤثر على أسعار أسهمها في السوق، يمكن للمستثمر أن يحمي نفسه من هذه المخاطر بتنويع محفظته الاستثمارية، أما على أساس قطاعي، أو على أساس

---

[1] مروان النحلة: قياس وتحليل وإدارة المخاطر المالية، تاريخ زيارة الموقع 2016/03/12.
www://kantakji.com/media/1160/322.pdf

[2] هندي منير: أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية ، منشأة المعارف –مصر- 2005، ص(222).

[3] أشد فؤاد التميي وأسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص (51-57).

قطاعي نوعي وحتى على الصـعيد المحلي أو الجغرافي، بحيث جميع الاسـتثمارات لا تتأثر بهذه المخاطرة في آن واحد، لذلك تسمى بالمخاطرة القابلة للتنويع.

المقياس المطلق لهذه المخاطرة هي الانحراف المعياري، والنسـبي معامل الاختلاف، وعلى وفق الصيغ الآتية:

حيث أن:

$$\delta = \sqrt{\frac{\sum\left(R-\overline{R}\right)^{2}}{m}}$$

δ: الانحراف المعياري.

R: معدل العائد المتحقق للسهم.

$\overline{R}$: متوسط معدل العائد المتحقق $\sum \frac{R}{N}$.

M: عدد لمشاهدات.

مثال :

توفرت لديك البيانات الآتية عن العائد المتحقق لأحد الأسـهم، المطلوب حسـاب المخاطرة غير النظامية للسهم (الانحراف المعياري، معامل الاختلاف).

عائد الأسهم: 5%، 0%، -5%، 5%، 10%، 13%، 13%، 9%، 10%، 10%.

الحل:

$$\overline{R} = \frac{5+0+(-5)+5+10+13+13+9+10+10}{10} = 7$$

في هذه الحالة يتطلب إيجاد مجاهيل كلا القانونين على وفق الجدول الآتي:

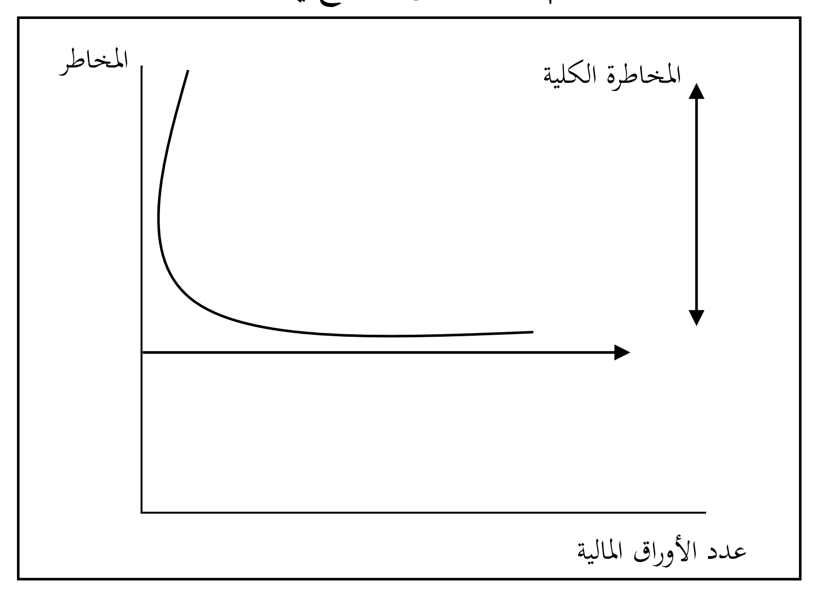
$\sum(R-\overline{R})^2$	$R-\overline{R}$	R
4	**-2**	**5**
49	**-7**	**0**
144	**-12**	**-5**
4	**-2**	**5**
9	**3**	**10**
36	**6**	**13**
36	**6**	**13**
4	**2**	**9**
9	**3**	**10**
9	**3**	**10**
304		**70**

$$\delta=\sqrt{\frac{304}{10}}=5,5$$ تمثل خطر الاستثمار في السهم المدروس.

ب. المخاطر النظامية :

ذلك التقلب بالعائد نتيجة عوامل مشتركة (اقتصادية، سياسية، قانونية ...إلخ) غير قابلة للسيطرة، تصيب جميع الأوراق المالية في السوق، هذا يعني مضمون المخاطرة النظامية يشير إلى أن أسعار الأوراق المالية تتحرك باتجاه واحد، وبذلك المستثمر لا يستطيع السيطرة على هذه المخاطرة، لذلك تسمى بالمخاطرة غير القابلة للسيطرة، أو غير قابلة للتنويع، ومن أمثلة العوامل المؤثرة التضخم (مخاطر انخفاض القوة الشرائية)، الأحداث السياسية تبدل أسعار الفائدة، وغيرها من العوامل التي تخص الاقتصاد الوطني، فالمتغيرات في البيئة الاقتصادية تؤثر على سوق الأوراق المالية، بالتالي فإن تنويع محفظة المستثمر لا يجنبه آثار هذه المخاطر، والشكل التالي يوضح كيف أن التنويع يخفض المخاطر الكلية، ولا يمكن تجنب المخاطر النظامية.

الشكل رقم (04) : منحنى أثر التويع في تخفيض المخاطر.



المصدر:

زهير غرابة وعبد العزيز بن محمد السهلاوي: تحليل الأوراق المالية، دار النشر الدولية -المملكة العربية السعودية- 2018، ص(109).

يتضح من الشكل أن المستثمر كلما زاد من عدد الأوراق المالية في محفظته، كلما ساهم ذلك في تخفيض المخاطرة غير النظامية إلى أن تصل إلى مستوى، يصبح عنده المستثمر أمام المخاطرة السوقية (النظامية) فقط، عندها يكون المستثمر أمام مخاطرة كلية مساوية في قيمتها إلى المخاطرة السوقية.

إن المقياس المطلق للمخاطرة النظامية معامل بيتا (β)، الذي يقيس حساسية عائد الورقة المالية (السهم) للتغير نتيجة لتغير عائد محفظة سوق الأوراق المالية، بموجب هذا المقياس يمكن تصنيف الأسهم إلى أسهم ذات طبيعة هجومية إذا كان معامل بيتا أكبر من الواحد الصحيح، وذات طبيعة دفاعية، إذا كان معامل بيتا أقل من الواحد الصحيح، ومعيار المقارنة الواحد الصحيح يعزى إلى كون بيتا محفظة السوق مساوية إلى الواحد الصحيح.

يقاس معامل بيتا بمقاييس عديدة، وسوف نركز على مقياس واحد، وعلى وفق الصيغ الآتية:

$$\beta = \frac{m\sum(R.Rm) - (\sum R.\sum Rm)}{m\sum(Rm)^2 - (\sum Rm)^2}$$

حيث أن:

β: معامل بيتا.

m: عدد المشاهدات.

R: معدل العائد المتحقق للسهم.

Rm: معدل العائد المتحقق لمحفظة السوق (متوسط العائد المتحقق للشركات القائدة).

ويحسب وفق المعادلة التالية:[1]

$$Rm = \frac{p_0 - p_1 + D}{p_1}$$

حيث أن:

P_0 سعر الاغلاق

P_1 سعر الافتتاح

D توزيع الربح للسهم الواحد

[1] كرار سليم عبد الزهرة وآخرون: قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية، (دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية)، الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، السنة التاسعة، العدد التاسع والعشرون، ص(203).

مثال :

توفرت لديك البيانات الأتية عن العائد المتحقق لكل من أسهم إحدى الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، ومحفظة تلك البورصة.

المطلوب :

حساب المخاطرة السوقية لتلك الأسهم.

R عائد السهم (%): 5، 0، -5، 5، 10، 16، 16،10، 10، 10.

Rm عائد محفظة السوق (%): 7، 4، 0، 7، 10، 14، 7، 4، 10، 7.

$(Rm)^2$	R.Rm	Rm	R
49	35	7	5
16	0	4	0
0	0	0	-5
49	35	7	5
100	100	10	10
196	224	14	16
49	112	7	16
16	40	4	10
100	100	10	10
49	70	7	10
624	716	70	77

الحل:

$$\beta = \frac{m\sum(R.Rm) - (\sum R.\sum Rm)}{m\sum(Rm)^2 - (\sum Rm)^2} = \frac{(10 \times 716) - (77 \times 70)}{10 \times 624 - (70)^2}$$

$$= \frac{7160 - 5390}{6240 - 4900} = \frac{1770}{1340} = 1{,}32$$

$\beta = 1,32$

يتضح من النتيجة أن معامل بيتا، أكبر من الواحد الصحيح، هذا يعني أن سهم هذه الشركة هو هجومي، ويتحرك بأعلى من السوق، أي إذا تحرك عائد سوق الأوراق المالية بمعدل 100% فإن السهم يتحرك بمقدار 132% (1,32x100).

3. العلاقة بين المخاطر والعائد

من المعروف أنه توجد علاقة وثيقة بين العائد والمخاطر، فكلما زاد مقدار المخاطر زاد مقدار المخاطر العائد المحتمل، ومع ذلك فإن الاستثمار في الأوراق المالية ذات العائد الأعلى، والتي تنطوي، بالطبع، على قدر أكبر من الخطورة يمكن أن يؤدى إلى الخسارة إذا لم تسر الأمور كلها وفقا لما هو مخطط لها.

ويتغير العائد تبعا لكل نوع من الأوراق المالية. على سبيل المثال، فإن الأنواع الكثيرة من الأسهم العادية، مثل أسهم الشركات الآمنة، وأسهم النمو، وأسهم الدخل وأسهم المضاربة، تتفاعل بشكل مختلف. حيث تتعرض أسهم الدخل بصفة عامة لمستوى اقل من الخطورة، وتكون عوائدها بشكل رئيسي- في صورة أنصبة أرباح، بينما تكون أسهم النمو أكثر خطورة، وتأتى عوائدها أعلى عادة، وفي شكل مكاسب في رأس المال، بنفس الطريقة، يختلف مقدار المخاطر والعوائد طبقا للأنواع المختلفة من السندات.

وينبغي أن يكون المستثمر مدركا لهذا المدى المتسع من المخاطر، والعوائد بالنسبة للأنواع المختلفة من الأوراق المالية حتى تستطيع أن تجد مستوى مقبولا من المخاطر، يوضح العلاقة التبادلية بين المخاطر والعائد بشكل عام فيما يتعلق بمختلف أنواع الأوراق المالية.كلما زادت المخاطر، زاد العائد المتوقع.

ومع ذلك فهذا لا يعني أن الاستثمار في الأوراق المالية الأكثر خطورة دائما ما ينتج عنه أكبر عائد، بل يعني فقط انه من المتوقع أن تكون عوائد هذه الأوراق المالية أكبر.

III. معدل النمو :

1. تعريف معدل النمو:

والمقصود بمعدل النمو معدل نمو الشركات المستثمر في أدواتها، وهو يمثل الفرق النسبي بين الأرباح الصافية للسنة الماضية والارباح الصافية للسنة الحالية ويقاس في الغالب بالمعادلة التالية:

$$g = \frac{p_n - p_0}{p_n} * 100$$

بحيث:

g معدل النمو

p_0 أرباح السنة الماضية

p_n أرباح السنة الحالية

2. طرق حساب معدل النمو :

وتوجد ثلاثة طرق لتقدير معدل النمو هي كما يلي:[1]

أ. الطريقة الأولى: الاعتماد على المعدلات التاريخية لمعدلات النمو.

تستخدم هذه الطريقة متوسط معدلات النمو التي حققتها الشركة في السنوات السابقة كأساس لتقدير معدلات النمو المستقبلية، غير أن القدرة على الاعتماد على متوسط النمو في السنوات السابقة كأساس لاحتساب في المستقبل يتحدد في ضوء التالي:

- ✓ التذبذب في معدلات النمو؛
- ✓ جم الشركة؛
- ✓ دورة الاقتصاد (كساد أو نمو) ؛
- ✓ -نوعية الأرباح (على أساس الوحدات المباعة بدلا من مجرد الأرقام المحاسبية.)

ب. الطريقة الثانية :الاعتماد على تقديرات المحلل المالي.

يقوم المحلل المالي بموجب هذه الطريقة بالاعتماد على بيانات أخرى متوفرة للوصول إلى معدلات نمو منطقية وأقرب إلى الواقعية ومنها:

- ✓ المراكز المالية التي تم نشرها عن الشركة منذ أخر سنة مالية لها؛

---

[1] فؤاد عبد الحميد النواجحة، مرجع سبق ذكره، ص (73-79).

- ✓ المؤشرات الاقتصادية الحالية؛
- ✓ معلومات خاصة عن الشركة ذاتها؛
- ✓ معلومات عامة عن الشركة غير معلومات المالية؛
- ✓ عدد المحللين الذين يقومون بتغطية هذه الشركة ومدى الاختلاف بين توقعاتهم.

ج. الطريقة الثالثة :الاعتماد على البيانات الأساسية للشركة

يتم وفقاً هذه الطريقة تحديد معدل نمو من خلال التعرف على البيانات الأساسية للشركة مثل عمر خطوط الإنتاج وسياسة توزيعات الأرباح وكذلك معدلات الرفع المالي، ومعدل العائد على حقوق الملكية .

ويمكننا حساب معدل النمو خلال مدة زمنية محددة ولتكن n من خلال معدل النمو المركب : CAGR

CAGR= [القيمة الابتدائية/ القيمة النهائية] $^{n/1}$ -1

$$CAGR = \left[\frac{\text{القيمةالنهائية}}{\text{القيمةالابتدائية}}\right]^{\frac{1}{n}} - 1$$

مثال:

السنوات	صافي الربح بالملايين	النمو السنوي (%)
2012	952	-
2013	887	%6.82-
2014	1202	%35.51
2015	1402	%16.63
معدل النمو المركب CAGR		%10.16

لكن عيبها هو تجاهلها للتغيرات بين القيمتين أو الفترتين الابتدائية والنهائية.

$$CAGR = \left[\frac{1402}{952}\right]^{\frac{1}{4}} - 1 = 10.16\%$$

IV.معدل الخصم :

لأغراض تحديد قيمة الورقة المالية، يتم احتسابها من خلال الوقوف على تكلفة حقوق الملكية وتكلفة إجمالي مصادر التمويل (تكلفة حقوق الملكية والديون) ، كما يتبين مما يلي:

1. تكلفة حقوق الملكية كعامل خصم:

هناك العديد من النماذج والنظريات التي تعرضت إلى تحديد معدل الخصم للورقة المالية منها ما يلي:[1]

أ. نموذج تسعير الأصول الرسمالية:

يعتبر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية المعروف باسم CAPM[2] وهو النموذج النظري الذي يمكن استخدامه في حساب معدل العائد المطوب للشركة الذي يعكس تكلفة حقوق الملكية حيث يعبر عن قيمة معدل العائد المطلوب وفقا للمعادلة التالية:

$$E(Rs) = Rf + \boldsymbol{\beta}\,(Rm - Rf)$$

حيث أن:

E(Rs) = معدل العائد المطلوب

Rf = معدل العائد الخالي من المخاطرة، ويقاس من خلال معدل العائد على السندات الحكومية.

β = معامل بيتا و وهو مقياس تقريبي للمخاطر النظامية لحقوق الملكية.

Rm= معدل العائد المتوقع لمحفظة السوق.

---

[1] فؤاد عبد الحميد النواجحة، مرجع سبق ذكره، ص (75-82).

[2] Capital Asset Pricing Model .

وهناك عدة افتراضات يقوم عليه نموذج تسعير الْصول ال أ رسمالية أهمها:

- جميع المستثمرين في السوق يخططون لفترة احتفاظ واحدة.
- الأصول المالية قابلة للتجزئة ويمكن للمستثمرين بيع وشراء ما يشاء.
- الإقراض والاقتراض بين المستثمرين يتم وفقاً للمعدل الخالي من المخاطرة.
- يتمتع السوق بكفاءة تامة وهناك تماثل في المعلومات بين المستثمرين.
- عدم وجود تكاليف لمتبادل وعدم وجود ضرائب.
- جميع المســـتثمرين يشـــتركون برؤية اقتصـــادية واحدة، ويتماثلون في توزيعاتهم الاحتمالية لمتدفقات النقدية المتوقعة.

➢ عيوب نموذج تسعير الأصول الرأسمالية:

يعاب على نموذج تسـعير الأصول الرأسـمالية أنه يقوم على بعض الفروض غير الواقعية، فعلى ســبيل المثال يفترض النموذج أن المســتثمر لا يتكبد أي مصرــوفات عند شراء أو بيع الأوراق الماليـة، كما يفترض أن المعلومـات المتاحة عن الأوراق الماليـة في الســـوق لكل المستثمرين، كما يعاب على أن النموذج محدود الأبعاد، وذلك لأنه يقوم على فرض أسـاسي وهو أن معدل العائد المطلوب يتوقف على متغير واحد وهو المخاطر النظامية والتي يتعرض لها عائد السهم، والتي تتحدد بمدى التغير في عائد السهم كنتيجة للتغير في عائد محفظة السوق.

-يســتند النموذج في حســاب بيتا المســتخدمة في تقدير العائد محســوبة وفقاً للبيانات , التاريخية التي لا تعكس توقعات المستثمرين حول المخاطر المستقبلية.

ب. نموذج التسعير بالمراجحة:

تعتبر نظرية التســـعير بالمراجحةAPT[1] التي قدمها Ross ســـنة 1976 بديلا نموذج تسـعير الأصـول الرأسـمالية، ويتمثل الافتراض الأسـاسي لنظرية التسـعير بالمراجحة في أن عائد الورقة المالية يتحدد بعدد من العوامل أو المتغيرات الاقتصـــادية، وليس بمتغير واحد كما يفترض نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، ولكن تلك النظرية لم تحدد تلك العوامل.

---

[1] Arbitrage Pricing Theory .

➢ افتراضات النظرية وصيغتها الرياضية:

ولتحديد ماهية النموذج يتعين مراعاة الافتراضات التالية:

- إن معتقدات المستثمرين متماثلة؛
- إن المستثمر يهمه تعظيم المنفعة إلى أقصى حد؛
- إن الأسواق المالية مثالية؛
- إن العائد ينتج عن نموذج العامل؛

طبقاً للافتراضات السابقة تم التوصل إلى الصيغة الرياضية الآتية:

$$RI = RF + (R1 - RF)\,\beta 1 + (R2 - RF)\,\beta 2 + \ldots + (RM - RF)\,\beta m$$

حيث أن:

R_I=معدل العائد المتوقع أو المطلوب لمس مٍ

R_F= معدل العائد الخالي هن الخطر

$\beta_1, \beta_2,\ldots\beta_M$=درجة حساسية السهم لعوامل الخطر.

$R_1R_2, \ldots R_M$= معدل العائد لعوامل الخطر.

➢ مزايا وعيوب نظرية التسعير بالمراجحة

من مزايا نظرية التسعير بالمراجحة هو أنها تنطوي على متغيرات متعددة تفسر سلوك العائد، بالإضافة إلى أن النموذج لا يفترض ضرورة أن يمتلك المستثمر محفظة السوق.

أما عن عيوب النظرية أنها لم تحدد ما هي العوامل المؤثرة على العائد، وذلك على عكس نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي يقضي بوجود عامل مؤثر محدد يمكن قياسه وحجم المخاطر المنتظمة التي تقاس بمعامل بيتا، كما أنه يفترض عدم وجود قيود على البيع على المكشوف.

كما أن من عيوب نظرية التسعير بالمراجحة أنها تتجاهل اهمية ودور المعلومات المحاسبية في تفسير التغيرات التي تطرأ على عائدات الأسهم حيث أن نظرية التسعير بالمراجحة ترى أن العوامل الاقتصادية هي التي تؤثر على عائدات الأسهم.

ج. نموذج العوامل الثلاثة:

يقوم النموذج على افتراض أن خط سوق المال يجب أن يحتوى على ثلاثة عوامل أساسية، العامل الأول هو معامل بيتا للسهم والذي يقيس خطر السوق للسهم حيث أنه يفترض أن هناك علاقة طردية بين معامل بيتا والعائد المطلوب، أما العامل الثاني فهو حجم الشركة والذي يقاس بواسطة القيمة السوقية لحقوق الملكية، حيث يفترض أن الشركات الصغيرة تمتلك خطر أكبر من الشركات الكبيرة، لذا فإن الشركات الصغيرة يكون عائدها المطلوب أكبر من عائد الشركات الكبيرة، أما العامل الثالث فهو القيمة الدفترية مقسومة على القيمة السوقية لحقوق الملكية ويرمز له بـــ B/M[1] حيث يفترض النموذج أنه إذا كانت القيمة السوقية للسهم أكبر هن القيمة الدفترية، فإن المستثمر يكون متفائلا حول مستقبل السهم، والعكس صحيح فإذا كانت القيمة السوقية للسهم أقل من القيمة الدفترية فإن المستثمر يكون متشائماً حول مستقبل السهم، لذا فإن الشركات التي تمتلك معدل مرتفع ل B/M .يكون لها عائد أكبر من الشركات التي تمتلك معدل منخفض لB/M .

➢ **الصيغة الرياضية للنموذج:**

$$Ri = Rf + \beta 1 (Rm - Rf) + \beta 2 (B/ML - B/MS) + \beta 3 (SS - SL)$$

R_i =العائد المطلوب للسهم.

R_f = معدل العائد الخالي من الخطر .

R_m = عائد محفظة السوق .

B/M_L = عائد المحفظة للشركات التي تمتلك معدل مرتفع للقيمة الدفترية /القيمة السوقية لحقوق الملكية.

[1] Book value/Market value.

BM_S = عائد المحفظة للشركات التي تمتلك معدل منخفض للقيمة الدفترية /القيمة السوقية لحقوق الملكية.

S_S = عائد محفظة الشركات الصغيرة .

S_L = عائد محفظة الشركات الكبيرة .

$\beta_1, \beta_2, \beta_3$ =معاملات بيتا للعوامل السابقة .

يتضح مما سبق أن هناك علاقة طردية بين عائد السوق ومعدل B/M من جمة وعائد السهم المطلوب من جمة أخرى، وعلاقة عكسية بين حجم الشركات عائد السهم المطلوب.

مثال:

لتكن لديك المعلومات التالية

- معدل العائد على السندات الحكومية: 14%.
- عائد محفظة السوق: 16%.
- معاملات الخطر $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ =0.5،0.08،09 على الترتيب.
- S_S = 10%.
- S_L = 14%.
- B/M_L = 1.5
- BM_S = 1.1

المطلوب

حساب العائد المطلوب للسهم من خلال نموذج العوامل الثلاثة

$$Ri = Rf + \beta 1\,(Rm - Rf) + \beta 2\,(B/ML - B/MS) + \beta 3\,(SS - SL)$$

$$Ri = 0.14 + 0.9\,(0.16 - 0.14) + 0.08\,(1.5 - 1.1) + 0.\,5\,(0.1 - 0.14)$$

$$Ri = 0.21$$

Ri =21%

2. تكلفة التمويل الكلي كمعدل خصم:

تعتبر تكلفة التمويل الكلي هي المتوسط المرجح لتكلفة مصادر التمويل المختلفة سواء كانت على شكل قروض أو أسهم عادية أو أسهم ممتازة، وفيها يلي توضيحاً لكيفية حساب تكلفة كل نوع من تمك المصادر.

أ. تكلفة الدين (القروض) :

وتمثل هذه التكلفة في الفائدة التي يتم دفعها على القروض، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض الوعاء الضريبي، وبالتالي قيمة الضرائب المدفوعة، ولهذا فإن تكلفة القروض تحسب كما يلي:

تكلفة القروض بعد الضريبة= معدل الفائدة على القروض x (1-معدل الضريبة).

مثال:

تكلفة القروض بعد الضريبة= 0.12 x (1-0.15) =0.0102

ب. تكلفة الأسهم الممتازة :

تمثل تكلفة الأسهم الممتازة بنسبة التوزيعات النقدية للأسهم الممتازة منسوبة لأسعار الاسهم الممتازة في السوق، وحيث أن هذه التوزيعات لا تخصم من الضريبة لذلك لا يجب هنا تعديل تكلفة الاسهم الممتازة بقيمة الضريبة يمكن حساب تكلفة الأسهم الممتازة كما يلي:

تكلفة الأسهم الممتازة= التوزيعات المدفوعة للأسهم الممتازة/ أسعار الأسهم الممتازة

مثال:

تكلفة الأسهم الممتازة= التوزيعات المدفوعة للأسهم الممتازة/ أسعار الأسهم الممتازة

$$\frac{2}{400} = 0.005$$

ج. تكلفة الاسهم العادية:

تحسب من خلال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

$$E(Rs) = Rf + \beta\,(Rm - Rf)$$

مثال:

$$E(Rs) = 0.09 + 1.1(0.12 - 0.09)$$

$$E(Rs) = 0.123$$

وتحسب التكلفة الكلية مما سبق من خلال المعادل التالية:

تكلفة التمويل الكلي= (نسبة الأسهم العادية xتكلفة الأسهم العادية) + (نسبة الديونx تكلفة الديون) + (نسبة الأسهم الممتازة تكلفة الأسهم الممتازة).

مثال:

إذا كان التمويل قائم على:

الأسهم بنسبة:60%

الأسهم الممتازة بنسبة:10%

السندات بنسبة:30%

من الأمثلة السابقة نجد

تكلفة التمويل الكلي= (0.123*0.6) + (0.0102*0.3) + (0.005*0.1)

تكلفة التمويل الكلي=0.07736

تكلفة التمويل الكلي=7.736%

VI.**ربحية السهم** (نصيب السهم من الأرباح) **(EPS)** :

1. تعريف ربحية السهم:

تعتبر ربحية السهم أفضل مقياس للسعر الحقيقي للسهم وأكثر المقاييس انتشاراً لأنها تُظهر نصيب كل مساهم من ربح الشركة بعد خصم الضرائب.

تُحتسب ربحية السهم EPS لشركة بطرح توزيعات الأرباح على الأسهم الممتازة من صافي دخلها، ثم قسمة هذا الرقم على متوسط عدد الأسهم المتداولة خلال سنة أو ربع سنة:

ربحية السهم = (صافي الدخل -توزيعات الأرباح على الأسهم الممتازة) / متوسط الأسهم المتداولة.

مثال :

إذا كانت شركة صافي دخلها 20 مليون دج في عام كامل، وكانت توزيعات أرباحها على الأسهم الممتازة هي 10 مليون دج، وكان عدد أسهمها المتداولة في النصف الأول من العام هو 10 مليون وفي النصف الثاني من العام نفسه 15 مليون، فإن ربحية سهمها تساوي 1.52 مليون دج (20 مليون دج –1 مليون دج، مقسوم على متوسط عدد الأسهم 12.5) لهذا العام.

2. أشكال ربحية السهم:

تأتي ربحية السهم في شكلين:

- ربحية السهم الأساسية؛
- ربحية السهم المخففة.

أ. ربحية السهم الأساسية:

تمثل ربحية السهم الأساسية، بشكل عام، حصة السهم العادي الواحد من صافي أرباح الشركة من النشاط المستمر بعد احتساب الفوائد والضرائب، ويتم استخراج ربحية السهم عن طريق تقسيم صافي أرباح الشركة من النشاط المستمر بعد طرح جميع المصاريف بما فيها الفوائد

والضرائب وحصة الأقلية من الأرباح وحصص الأسهم الممتازة من الأرباح على عدد الأسهم العادية المصدرة والمتداولة من قبل الشركة.

ب. ربحية السهم المخففة:

هي نفسها ربحية السهم الأساسية المذكورة سابقا ولكنها تشمل أيضاً عدد الأسهم المتداولة القابلة للتحويل وأسهم الضمانات. تعتبر ربحية السهم المخففة بشكل عام مقياس أكثر دقة وأكثر شيوعاً.

❖ **ملاحظة:**

ضع في اعتبارك، أن ربحية السهم ليست مقياساً مثالياً في حد ذاتها. إذا كانت هناك شركتان لهما نفس ربحية السهم، يجب علينا مراعاة مقدار رأس المال الذي تتطلبه كلاً منهما لتحقيق الدخل الصافي المستخدم في حساب.

تعتبر الشركة التي تستخدم رأس مال أقل لتحقيق كل 1 دج من الدخل أكثر كفاءة وأفضل استثماراً على المدى الطويل من الشركة التي تتطلب المزيد من رأس المال لكل 1 دج من الدخل.

أيضاً، علينا أن ندرك أن أرباح الشركة قد تكون عرضة للتلاعب ولتغيير أساليب المحاسبة. لذلك يجب عليك التعامل مع رقم ربحية سهم الشركة بنفس القدر من الحذر الذي تستخدمه مع إجمالي أرباحها.

VII.نسبة السعر إلى الربح P/E :

نسبة السعر إلى الربح (P/E) تخبرنا عن مقدار المبالغ التي يود المساهمين استثمارها في نفس الوحدة (1 دج، 1 دولار، 1 يورو) من الربح. لهذا السبب، يطلق عليها أحياناً "مضاعف السعر" أو "مضاعف الأرباح."

يتم حسابها بقسمة القيمة السوقية للسهم على ربحية السهم:

$$\text{نسبة السعر إلى الربح} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{ربحية السهم}}$$

مثال :

إذا كان يتم تداول سهم شركة حالياً بسعر 40 دج للسهم، وبلغ متوسط أرباحها للسهم الواحد 2 دج خلال الأربعة فترات ربع السنوية السابقة، تكون نسبة السعر إلى الربح P/E لهذا العام هي 20.

هذا يعني أنه على المستثمرين الذين يرغبون بشراء أسهم الآن، دفع 20 دج لكل 1 دج ربح محقق لكل سهم.

كلما ارتفعت نسبة السعر إلى الربح، كلما زادت المبالغ التي يود المساهمين استثمارها في نفس وحدة دج من الأرباح.

عموماً، تشير نسبة السعر إلى الربح P/E الأقل من 15 إلى أن أسهم الشركة حالياً مسعرة بأقل من قيمتها.

أما نسبة السعر إلى الربح P/E الأعلى من 20 فهي تشير إلى أنها مسعرة بأكثر من قيمتها.

شركات التكنولوجيا، على سبيل المثال، عادة ما تكون نسب السعر إلى الربح الخاصة بها أعلى من القطاعات الأخرى لأن معدلات نموها أعلى عادة، كما أنها تمنح المستثمرين عائد على السهم أعلى، في المقابل، عادة ما تكون نسب السعر إلى الربح أقل في شركات المرافق.

VIII. نسبة السعر إلى القيمة الدفترية(P/B) :

وتحسب هذه النسبة بقسمة سعر الإقفال الحالي لسهم الشركة على القيمة الدفترية للسهم خلال الفترة ربع السنوية الأخيرة.

وتعتبر الطريقة الأبسط والمباشرة أكثر من استخدام التدفقات النقدية المخصومة لقياس ما إذا كانت أسهم شركة مقيّمة بأقل من قيمتها أو بأعلى منها هي النظر في نسبة السعر إلى القيمة الدفترية.

1. **نوجد القيمة الدفترية:**

$$\text{القيمة الدفتراية للسهم الواحد} = \frac{\text{إجمالي حقوق المساهمين}}{\text{عدد السهم}}$$

2. **نوجد نسبة السعر إلى القيمة الدفترية:**

$$\text{السعر إلى القيمة الدفترية} = \frac{\text{سعر السهم}}{\text{القيمة الدفتراية للسهم الواحد}}$$

مثال :

إذا كانت شركة لديها أصول بقيمة 200 مليون دج في ميزانيتها العمومية وخصوم بقيمة 150 مليون دج، تكون قيمتها الدفترية 50 مليون دج. وإذا كانت لديها 10 مليون سهم، تكون القيمة الدفترية للسهم الواحد هي 5 دج.

إذا كان يجري تداول أسهم نفس الشركة حالياً بسعر 2.50 دج، تكون نسبة السعر إلى القيمة الدفترية هي 0.5. وإذا كان يجري تداول أسهمها حالياً بسعر 10 دج، تكون نسبة السعر إلى القيمة الدفترية هي 2.

قد تعني نسبة السعر إلى القيمة الدفترية الأقل من الواحد أن الشركة مقيمة بأقل من قيمتها حين تكون نسبة السعر إلى القيمة الدفترية أقل من 1 يشير ذلك إلى أن السوق يقدر قيمة الشركة بأقل من إجمالي قيمة أصولها. وهذا يعني أن أسهمها قد تكون مقيمة بأقل من سعرها حالياً أو رخيصة، وبالتالي تكون تلك فرصة شراء جيدة.

❖ **تنبيه:**

ولكن الحذر قد يكون هناك سبب مقنع قد جعل المستثمرين يقيّمون الشركة بأقل من قيمتها. فقد يعني ذلك ببساطة أن الشركة تحقق عائداً ضعيفاً على أصولها أو ربما تحقق عائداً سلبياً. إن وجود قصور في الكفاءة التشغيلية بهذا الشكل يمكن أن يكون سبباً لبيع، أو تجنب، أسهم هذه الشركة.

وبالمثل، النسبة المرتفعة للسعر إلى القيمة الدفترية مثل 3 أو 4 يمكن أن تشير إلى أن الشركة مقومة بأعلى من قيمتها الحقيقة، وبالتالي يمكنك بيع أسهمها.

إذا كانت الشركة قد أصدرت للتو منتجاً جديداً يلقى رواجاً إعلامياً أو أصبحت هدفاً لعملية استحواذ، قد يكون ذلك سبباً جوهرياً لارتفاع سعر سهمها بهذه الدرجة الكبيرة.

IX. توزيعات الأرباح:

1. تعريف التوزيعات:

هي مدفوعات تدفعها الشركة إلى مساهميها من أرباحها. وتعد طريقة شائعة لمكافئة هؤلاء الذين استثمروا في الشركة من خلال شراء أسهمها.

تدفع معظم الشركات التي تشهد استقراراً في أرباحها توزيعات سنوية، وفي بعض الأحيان بصورة أكثر تواتراً، مثل إجراء توزيعات كل ثلاثة أشهر.

يعتمد مقدار توزيعات الأرباح المدفوعة على عدد من العوامل، فقد تكون التوزيعات صغيرة أو غير موجودة كلياً حتى في الأعوام التي تشهد تحقيق أرباح مرتفعة، وذلك في حال احتاجت الشركة للاحتفاظ برأس مالها لأغراض الاستثمار، أيضاً إذا واجهت الشركة خسائر فادحة لا يتم عادة دفع أرباح في تلك الحالة.

تلجأ عادة الشركات التي تحقق معدلات نمو سريعة إلى الاحتفاظ بأي أرباح تحققها لإعادة استثمارها في أغراض التوسع. ولهذا من غير المرجح أن توافق تلك الشركات على دفع توزيعات لمساهميها.

لا يشترط دفع الأرباح دائماً بصورة نقدية. فمن الممارسات الشائعة أن تدفع الشركة لمساهميها عبر إعطائهم أسهم إضافية، ويحدث هذا السيناريو عندما تنخرط الشركة في إعادة شراء أسهمها بنسبة كبيرة بحثاً عن تقليل حصة الملكية العامة.

➢ <u>من يحق له الحصول على توزيعات الأرباح؟</u>

يكون مجلس إدارة الشركة عادة هو المخول بتحديد مقدار الأرباح التي سيتم توزيعها. كما لا يحصل بالضرورة كافة المساهمين على أرباح حتى في حال إقرار توزيعها.

يحصل حملة الأسهم التفضيلية/الممتازة على توزيعات ثابتة. ويعد هذا تعويضاً عن عدم امتلاكهم عادة لحقوق تصويتية، ما لم يتم دفع التوزيعات في شكل متأخرات.

قد يحصل حملة الأسهم العادية على توزيعات أرباح، وقد لا يحصلون عليها، بحسب الحالة العامة للشركة، كما قد يتباين حجم التوزيعات التي يحصلون عليها أيضاً بحسب أداء الشركة، وتعويضاً عن ذلك، يمتلك حملة الأسهم العادية حقوق تصويتية -في العادة صوت واحد لكل سهم.

2. دور توزيعات الأرباح في استراتيجيات الاستثمار:

تمثل التوزيعات عاملاً هاماً للمستثمرين خصوصاً عندما يشهد سعر سهم الشركة الأسواق، وهو ما يعني أن أي محاولة لبيع الأسهم لن تسفر سوى عن أرباح طفيفة.

تفضل بعض استراتيجيات الاستثمار عموماً أسهم الشركات التي تدفع توزيعات مرتفعة، عندها يتاح لهم الحرية إما في إعادة استثمار التوزيعات عن طريق شراء نفس السهم أو استخدامها في دعم أجزاء أخرى من محفظتهم الاستثمارية.

أما استراتيجيات الاستثمار التي لا تفضل عادة أسهم الشركات التي تدفع توزيعات أرباح، فإنها تأمل في زيادة سعر السهم عوضاً عن ذلك، وقد يغذي زيادة سعر السهم جزئياً النمو الذي تحققه الشركة عن طريق إعادة استثمار الأرباح بدلاً من دفعها في شكل توزيعات للمساهمين.

3. كيفية حساب معدل التوزيعات:

يتم حسابه عن طريق قسمة توزيعات الأرباح للسهم الواحد للعام السابق بأكمله على السعر الحالي للسهم ثم ضرب هذه القيمة في 100. يعبر عن ذلك بالنسبة المئوية:

توزيعات الأرباح = (الأرباح الموزعة للسهم الواحد $_{n-1}$ / سعر السهم الواحد) × 100

مثال :

فإن الشركة التي دفعت توزيعات أرباح 1 دج للسهم الواحد في عام التداول السابق، وبلغ السعر الحالي لسهمها 10 دج، تكون نسبها توزيعات الأرباح لها هي 10٪.

بفرض ثبات العوامل الأخرى، كلما كان معدل توزيعات الأرباح أعلى، كلما كانت الأسهم أكثر جاذبية.

المحـــور الثالث :

نماذج التغطية من خلال عمليات سوق الأوراق المالية

تمهيـد :

يعمل سـوق الأوراق المالية من خلال العديد من العمليات، والتي تستغل الى التغطية من طرف المستثمرين

أولا: أسس عمليات سوق الأوراق المالية:

قبـل التطرق الى العمليـات في ســـوق الأوراق المـاليـة لا بد من معرفة اليات التداول وكيفية طلب العميل من السمسار أومر التداول.

I. أوامر التداول:

وهي الأوامر الصادرة من المتعاملين إلى وسطائهم وهي على أنواع:

1. أنواع الأوامر من حيث تحديد السعر أو عدمه:

وطريقة تحديده هي كالتالي:

أ.الأمر محدد السعر:

وهو الأمر الذي يتم وفقه تحديد سـعر البيع أو الشرـاء من طرف العميل إلى سمسـاره وهو من الأوامر الشائعة[1] والوسيط ملزم بالتنفيذ بمجرد وصول السعر إلى سعر التنفيذ.

ب. الأمر السوقي:

ويعد من الأوامر الأكثر شـيوعا في التعاملات، حيث يطلب من الســمســـار بيع أو شراء عدد من الأوراق المالية بأفضل سعر وبأسرع وقت ممكن (أقل الأسعار عند الشراء وأعلى الأسعار عند البيع) [2] وهو ينفذ في دقائق معدودة. [3]

---

[1] عبد الغفار حنفي: أساسيات الاستثمار في البورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية –الإسكندرية- 2005، ص(50).

[2] محمود محمد الداغر: الأسـواق المالية، مؤسـســات، أوراق، بورصـات ، دار الشرـوق للنشرـ والتوزيع -الأردن عمان- 2005، ص(251).

[3] منير إبراهيم هندي: الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف –مصر- 1999، ص(125).

ج. الأمر بسعر الفتح أو بسعر القفل:

يوجد ما يسمى بسعر الافتتاح، وهو السعر المعروض في أول الجلسة، أما سعر الإقفال فهو السعر الذي يتحدد لنفس السهم في آخر الجلسة، وفي هذه الحالة قد يصدر العميل أوامره بالبيع أو الشراء على أساس أول سعر أو آخر سعر. [1]

د. أوامر الإيقاف:

وتسمى أوامر الوقف أو إيقاف الخسارة ويتطلب التنفيذ تحديد سعر للإيقاف من قبل المستثمر مشابها بذلك للأمر المحدد، إلا أن التنفيذ يختلف لأن أمر الإيقاف يتضمن التنفيذ عند سعر معين أو يتعداه (صعودا أو هبوطا)، يختلف بذلك عن الأمر المحدد الذي لا ينفذ إلا عند سعر معين [2] ومثال ذلك: يطلب العميل من الوسيط أن يبيع له أسهمًا ما مادام السعر لم يبلغ 48دج والسعر السائد هو 50 دج فيبيع له بـ 50 ويبيع له بـ 49 دج.

هـ. الأمر بالبيع أو الشراء بسعر تقريبي:

وذلك بأن يحدد المتعامل للسمسار سعرا معينا مع تفويضه بالبيع أو الشراء بسعر مقارب لذلك السعر، حيث يمكن البيع بسعر أدنى بقليل أو الشراء بسعر أعلى منه بقليل. [3]

2. أنواع الأوامر من حيث توقيت الأمر:

وهي على نوعين:

أ. الأمر المؤقت:

أو المحددة بمدة معينة (يوم، أسبوع، شهر...)_، فمثلا الأمر المحدد بيوم هو الأمر الذي يلغى إذا وصل ذلك اليوم إلى نهايته، وهذا يعني إذ لم يتمكن السمسار من تنفيذه في الساعات المتبقية قبل أن تغلق البورصة أبوابها فإنه يبطل. [4]

---

[1] سعيد توفيق عبيد، مرجع سبق ذكره، ص(90).

[2] محمود محمد الداغر، مرجع ساق ذكره، ص(251).

[3] مبارك بن سليمان، مرجع سبق ذكره، ص(53).

[4] محمد عوض عبد الجواد وعلي إبراهيم الشديفات: الاستثمار في البورصة، أسهم، سندات، أوراق مالية، دار حامد للنشر والتوزيع ،الطبعة الثانية –الأردن- 2006، ص(66).

ب. الأمر المفتوح المدة:

وهو ذلك الذي يظل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه، أو يقرر المتعامل إلغاءه.[1]

3. أنواع الأوامر من حيث الشرط المقرون بالأمر:

أ. الأمر بالبيع أو الشراء مع اشتراط تنفيذ الأمر فورا:

وهو أمر لا غي إذا لم ينفذ فورا.[2]

ب. **الأمر بالبيع أو الشراء مع اشتراط تنفيذ الأمر كله:**

فإذا طلب منه أن يشتري 3000 سهمًا من نوع محدد ولم يجد إلا 1000 سهم فإنه في نهاية اليوم يلغى التنفيذ وهو المعروف باسم الكل أو لا شيء.[3]

ج. **الأمر ببيع أو الشراء أوراق مالية معينة بشرط معلق:**

وهو أمر معلق بشرط أو أمر آخر مقدم أن يكون السمسار قد اشترى أو باع أوراقا مالية أخرى قد وُكِّلَ بشرائها أو بيعها قبل ذلك[4]

د. الأمر المطلق:

ويسمى الأمر الفني [5]، وبموجب هذا الأمر يعطي المتعامل للسمسار حرية مطلقة في البيع وشراء الأوراق المالية التي يراها من مصلحة المتعامل، سواء من حيث النوع أو السعر أو التوقيت [6]، وقد يفوض إليه تحديد الوقت والسعر فقط.[7]

II. طرق التداول:

ويتم التداول في هذه السوق بطريقتين:[8]

---

[1] منير إبراهيم هندى، مرجع سبق ذكره، ص(129).

[2] رمضان زياد: مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى – الأردن- ،2007 ، ص(131).

[3] أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص(176).

[4] مبارك بن سليمان، مرجع سبق ذكره، ص(536/1).

[5] فريد النجار: البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة –الإسكندرية-2004، ص(142).

[6] رمضان زياد، مرجع سبق ذكره، ص(132).

[7] محمد مطر: إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر والتوزيع ،الطبعة الثالثة -الأردن - 2004، ص(191).

[8] مبارك بن سليمان، مرجع سبق ذكره، ص(1/ 594، 1/ 595).

1. الطريقة المباشرة للتداول:

وتكون وفق الصيغ التالية:

أ. بالمناداة:

وهو أن ينادي السمسار بما لديه من عرض أو طلب بصوت مرتفع مع ذكر الخصائص إلى أن يجد من يقابله فيما يقدم حاجته من السماسرة في السوق.

ب. بالكتابة:

وذلك على لوحة العرض والطلب، حيث يقدم السماسرة طلباتهم في بطاقات خاصة إلى كاتب المقصورة لتدوينها على اللوحة ويستمر تلقي العروض إلى أن يضرب الجرس الأول لإقفال الجلسة.

وإذا دون على اللوحة عرض لنوع معين من الأسهم بسعر معين، ثم وردت بطاقة عرض أخرى لذات السهم بسعر أقل فإن العرض الأول يمسح ويدون العرض الجديد، وتكون هنا الأولوية الأول فالأول فإذا طلب سمسار سهمًا بسعر ثم عرض ذلك السهم بذلك السعر كان له ولا يحق للسمسار العارض أن يبيعه لغيره.

ومنه فإذا اتفق السمساران على عقد الصفقة، سواء كان ذلك عن طريق المناداة أو عن طريق الكتابة على لوحة العرض، كان على كل منهما أن يدون الصفقة في دفتره وأن يوقع على دفتر الآخر، كما أن عليهما أن يدونا العقد في بطاقة خاصة أعدت لهذا الغرض يسلمها المشتري إلى كاتب المقصورة بعد التوقيع عليها.

2. النظام الآلي للتداول:

النظام الآلي لتداول الأسهم، هو نظام اتصالات بين أطراف التعامل يبدأ بقبول رسائل المتعاملين في شكل أوامر بيع أو شراء وبثها في صورة عروض وطلبات على الشاشة، وينفذها في ظل قواعد أولوية واضحة وتنتهي بتسوية الصفقات المنفذة.

ويأتي بعد تحديد التسعيرة والتداول نقل الملكية، وذلك بطرق مختلفة، فيكون إما بتدوين اسم المشتري على شهادة الأسهم، وإما بإصدار شهادة جديدة باسم المشتري، وإما

بإصدار إشعار ملكية يصدر باسم المشتري، وإما يقيد ذلك في حساب للأسهم يفتحه المستثمر سواء في البنوك أو في مراكز الإيداع أو في شركات تسجيلات الأسهم.

III. تجار الأوراق المالية:

وهم نوعان:

1. تجار الصالة:

ويسمون التجار المتنافسين، تجار المقصورة، التجار المسجلين، وهم الأشخاص الذين يبيعون ويشترون لحسابهم الخاص ولا يتعاملون مع طلبات العامة من المتعاملين [1] ويحققون أرباحهم من خلال فروق الأسعار بين الشراء والبيع نتيجة الاختلالات المؤقتة التي تحدث في السوق [2].

2. تجار الطلبيات الصغيرة:

هم الذين تكون تعاملاتهم بأوراق مالية أقل في السوق بحيث يقل عددها عن عدد معين من هذه الأوراق [3] مثلا لا يسمح بتداول وحدات اقل من 100 سهم ومضاعفاته في أمريكا [4] و25 سهمًا ومضاعفاته في مصر ، فيقوم هؤلاء التجار ببيع الطلبيات الصغيرة التي تقل عن الوحدة الواحدة المتداولة.

3. صناع السوق:

يطلق اصطلاحا صناع السوق على كل من المتخصصين (السوق المنظمة) ووكيل الأوراق المالية في (السوق غير المنظمة) [5] .

---

[1] خالد وهيب الراوي: الاستثمار، مفاهيم، تحليل ، استراتيجية ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى -عمان - 1999، ص(82).

[2] محمد صالح الحناوي وجلال إبراهيم العبد: بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق ،الدار الجامعية -مصر- 2005 ، ص(58).

[3] فليح حسن خلف: الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث –الأردن- 2006، ص(116).

[4] مبارك بن سليمان، مرجع سبق ذكره، ص(1/ 509).

[5] سعد عبد الحميد مطاوع: الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة أم القرى –مصر- 2001، ص(129).

4. المتخصصون:

وهم أعضاء السوق المالية التي يتخصص فيها كل منهم في التعامل في ورقة مالية أو مجموعة محددة من الأوراق المالية [1] ويكون التخصص تبعا لمعايير عدة منها: [2]

أ. طبيعة الجهة المصدرة هل هي شركة خاصة أم جهة حكومية.

ب. طبيعة الصناعة: هل هي بترولية، منافع عامة...

ج. طبيعة المنطقة الجغرافية التي تتبع إليها الورقة المالية.

وهم يقومون بدورين: [3]

أ. دور السمسار يكون وسيطا لغيره وذلك لمساعدة السمسار عند عجزه في الحصول على ورقة معينة بما هو مختص فيها، وذلك مقابل عمولة.

ب. دور التاجر يتاجر لنفسه.

5. وكيل الأوراق المالية:

وهو عضو في السوق غير المنظمة وهو على استعداد دائم لشراء وبيع الأوراق المالية من العملاء، أو من غيره من الوكلاء، طبقا للأسعار التي يعلن عنها لهذا الغرض.

ثانيا: أنواع عمليات سوق الأوراق المالية

تتعدد أنواع العمليات في سوق الأوراق المالية من وجهة الآجال فنجد العمليات العاجلة والعمليات الآجلة والتي سنفصل فيها من خلال النقاط التالية:

I. العمليات العاجلة :

1. مفهوم العمليات العاجلة :

وتسمى أيضا العمليات الآنية، وهي عمليات بيع وشراء للأوراق المالية وبعد تمامها يسلم البائع فيها الأدوات ويسلم المشتري ثمنها حالا، وتكون في أغلب الأسواق خلال مدة لا تتجاوز 48 ساعة على الأكثر [4]

---

[1] حسين بني هاني: الأسواق المالية طبيعتها، تنظيمها ، أدواتها المشتقة ، دون دار النشر –عمان- 2002، ص(33).

[2] عاطف وليم اندراوس: السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة – الإسكندرية- 2005 ص(47).

[3] محمد صالح الحناوي وجلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص(58).

[4] شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص(184).

أو خلال مدة لا تتجاوز الساعة الواحدة من افتتاح الجلسة التالية للتداول (1)، ويكون الغرض منها:

أ. الاحتفاظ بها للحصول على العائد الذي يوزع بشكل دوري والفعل هنا استثمار.

ب. بغرض إعادة بيعها بمجرد تحرك الأسعار لصالحه والفعل هنا مضاربة.

2. نماذج التغطية من خلال العمليات العاجلة:

قد تقوم العمليات العاجلة وفق عملية من العمليات التالية نذكرها على سبيل المثال لا على سبيل الحصر:

أ. الشراء بكامل الثمن:

ويسمى كذلك بالشراء النقدي [2]، وطبقا لهذا الأسلوب يقوم العميل بسداد قيمة مشترياته من الأوراق المالية نقدا.

ب. الشراء بجزء من الثمن:

ويسمى كذلك بالشراء الائتماني الهامشي، و الشراء النقدي الجزئي (الشراء بالهامش)، ويقصد به أن يقوم العميل بسداد جزء من مشترياته من الأوراق المالية نقدا بأمواله والباقي يقترضه[3] ويحصل المستثمر عادة على القرض من عند السمسار (بيوت السمسرة) لإتمام صفقة الشراء ويتم تسجيل الأوراق المشتراة باسم بيت السمسرة، وليس باسم العميل الذي أبرمت الصفقة لصالحه [4]،حيث ترهن بيوت السمسرة تلك الأوراق للحصول على الأموال اللازمة لتقرضها للعميل، وذلك برهنها عند بنك تجاري.[5]

ويسمى الشراء بالهامش لأنه يقوم على دفع هامش من السعر الذي هو على مستويين:[6]

- ✓ **الهامش الابتدائي:** وهو هامش الحد الأدنى الذي يشترط أن يدفعه المشتري من ماله الخاص ويحدد بنسبة معينة ك: كأربعين بالمائة (40%) من ثمن الأسهم المشترى.

[1] أحمد محي الدين أحمد ، مرجع سبق ذكره، ص(425).

[2] سعد عبد الحميد مطاوع، مرجع سبق ذكره، ص(150) .

[3] عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره ،ص(51).

[4] خالد وهيب الراوي، مرجع سبق ذكره، ص(101).

[5] سعد عبد الحميد مطاوع، مرجع سبق ذكره، ص(151).

[6] مبارك بن سليمان، مرجع سبق ذكره،ص(689/1).

✓ **هامش الواقية (الصيانة):** وهو هامش يقي السمسار من انخفاض قيمة السهم التي يملكها عنده المشتراة بصيغة الهامش، ويكون هذا الهامش أقل من الهامش المبدئي، وهو يتحرك على ثلاث حالات: [1]

- إذا انخفض الهامش الفعلي عن هامش الوقاية وذلك نتيجة انخفاض سعر السهم فان السمسار يطلب من العميل دفع مبلغ إضافي خلال 5 أيام أو بيع جزء من الأوراق.
- إذا وقع الهامش الفعلي بين الهامش المبدئي وهامش الوقاية فلا يحق للسمسار أن يطالب العميل بزيادة مساهمته.
- إذا ارتفع الهامش الفعلي عن الهامش المبدئي نتيجة ارتفاع سعر السهم، هنا يحق للعميل إما سحب جزء من القيمة التي سبق أن دفعها من أمواله الخاصة بصفتها هامشًا مبدئيًا وإما شراء أسهم جديدة.

وسيتم تفسير ذلك بالمثال التالي:

مثال :

يريد عميل شراء (100 سهم) بسعر 10 دج للسهم بطريقة الشراء بالهامش ، وكان من قوانين السوق الهامش المبدئي 60 % والهامش الوقائي 30 % ، فان العميل مطالب بدفع 60 % من المبلغ أي: (100سهم x 10دج)x $\frac{60}{100}$ =600 دج ، والباقي الذي هو 400دج يبقى قرضًا عليه.

في هذه الحالة فان الهامش الفعلي يساوي الهامش الابتدائي.

---

[1] منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره،ص(138).

الحالة الاولى: ارتفاع سعر السهم إلى 12 دج

ارتفاع إلى 12 دج	12 x100 =1200دج
نسبة الهامش	60 % أي بمبلغ 600دج
قيمة القرض	400دج
قيمة الربح أو الخسارة	1200-1000=200دج

فترتفع هنا نسبة الهامش إلى: $\frac{600+200}{1000}\times100=80\%$ وهي أكبر من الهامش المبدئي.

80 % تمثل الهامش الفعلي وهو أكبر من الهامش المبدئي، وذلك نتيجة ارتفاع سعر السهم وفي هذه الحالة يحق للعميل إما سحب جزء من القيمة التي سبق أن دفعها من أمواله الخاصة بصفتها هامشًا مبدئيًا وإما زيادة شراء أسهم

الحالة الثانية: انخفاض السعر إلى 08 دج.

انخفاض إلى 08 دج	08 x100 =800دج
نسبة الهامش	60 % أي بمبلغ 600دج
قيمة القرض	400دج
قيمة الربح أو الخسارة	800-1000=-200دج

فتنخفض هنا نسبة الهامش إلى: $\frac{200-600}{1000}\times100=40\%$وهي بين الهامشين.

40 % تمثل الهامش الفعلي وهو يقع بين الهامش المبدئي 60 % وهامش الوقاية 30 %فلا يحق للسمسار أن يطالب العميل بزيادة مساهمته.

الحالة الثالثة: انخفاض السعر إلى 06 دج.

انخفاض إلى 06 دج	100x 06 =600دج
نسبة الهامش	60 % أي بمبلغ 600دج
قيمة القرض	400دج
قيمة الربح أو الخسارة	600-1000=-400دج

فتنخفض هنا نســـبة الهامش إلى: $\frac{400-600}{1000}\times 100=20\%$ وهي أقل من الهامش الوقائي 20 % تمثل الهامش الفعلي وهي أقل من هامش الوقاية30 % وذلك نتيجة انخفاض سعر السهم، وفي هذه الحالة فان السمسار يطلب من العميل دفع مبلغ إضافي خلال 5 أيام أو بيع جزء من الأوراق.

ج. البيع على المكشوف:

وهو أن يقوم العميل باقتراض مجموعة من الأســهم من عند الســمســار الذي يحتفظ بها (بصفتها رهنا للقرض) كما بينا سـابقا، ليقوم ببيعها في الحال، على أمل انخفاض سعرها فيما بعد ويقوم بإرجاعها إلى السمسار.[1]

إذن البيع على المكشــوف هو قيام شخص ببيع أوراق انطلاقا من اقتراضــها من آخرين مقابل الالتزام بإعادة شرائها وتســليمها للمقرض في وقت محدد، أين يأخذ الســمســار ثمن هذه الأسهم كضمان لإعادة هذه الأسهم.

ومدة الاقتراض عادة يكون يوم واحدًا يتجدد تلقائيا ما لم ينهه أحد الطرفين، ويقتضيــ البيع على المكشــوف وجود بائع على المكشــوف يدخل الســوق مضــاربا على الهبوط، ووجود مشترٍ لمركز طويل يدخل السوق مضاربا على الصعود.[2]

وهو على حالتين: وسنبين ذلك من خلال المثال التالي:

[1] عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص(55).

[2]- شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص(197).

مثال:

يقوم عميل باقتراض 100 سهم في وقت كان سعر السهم 10 دج، وذلك بطلب العميل بيعها على المكشوف من طرف السمسار 100 سهم بسعر 10 دج للسهم.

الحالة الأولى: انخفاض السعر إلى 08 دج عند الإرجاع:

فيطلب من السمسار شراء 100 سهم بسعر 08دج

$100 \times 08 = 800$ دج

وقد قام بالبيع على المكشوف بـ 10دج

$100 \times 10 = 1000$ دج

الربح = قيمة البيع – قيمة الشراء =1000-800=200 (خارج العمولة والمصاريف الأخرى).

الحالة الثانية: ارتفاع السعر إلى 12 دج عند الإرجاع:

وبما أنه يجب عليه الإرجاع فإنه سيضطر لشرائها بـ 12 دج

$100 \times 12 = 1200$ دج

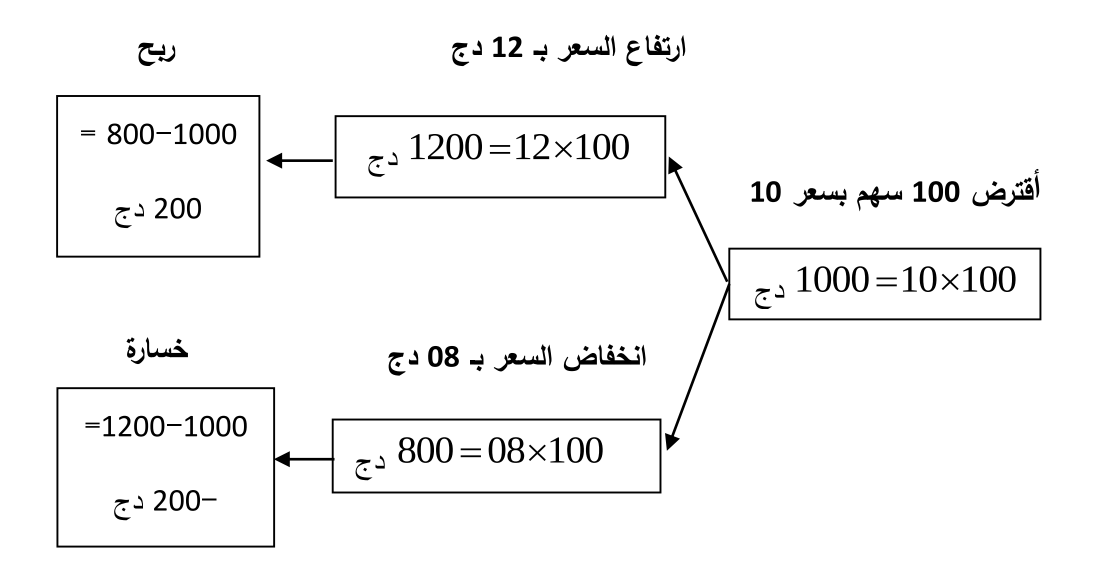
وقد قام بالبيع على المكشوف بـ 10 دج

$100 \times 10 = 1000$ دج

الخسارة = قيمة البيع – قيمة الشراء = 1000-1200=(-200) وهي تمثل خسارة تقدر بـ 200 دج (خارج عن العمولة والمصاريف الأخرى).

ويمكن تمثيلها وفق المخطط التالي:

الشكل رقم (05) : آلية البيع على المكشوف.



II. العمليات الآجلة :

نتعرف على العمليات الاجل من خلال التعريف بها ومن خلال أنواعها ثم الولوج الى نماذج التغطية من خلالها

1. مفهوم العمليات الآجلة :

وهي عقد بيع [1]، يؤجل فيه الثمن والمثمن إلى أجل معلوم يسمى يوم التصفية أو يوم التسوية [2]، ويلتزم كل من المشتري والبائع على تصفيتها في تاريخ مقبل معين يجرى فيه التسليم والتسلم، ما عدا حالات التأجيل التي يتفق فيها الطرفان على شروط تأجيلها وتعويضها. [3]

[1] مبارك بن سليمان، مرجع سبق ذكره، ص(2/ 787).

[2] شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص(202).

[3] قيصر عبد الكريم الهيتي، مرجع سبق ذكره، ص(233).

فهي عبارة عن التزام بشراء أو بيع مقدار متفق عليه من أداة مالية في تاريخ محدد مستقبلاً [1]، ويكون الغرض منها:

أ. **المضاربة:** وهي تتبع حركة الأسعار فإذا كانت لصالحه باع وأخذ ربحا.

ب. **الاحتياط:** وهي من أجل حماية نفسه من انخفاض أوراق مالية يملكها وهي على نوعين: [2]

- ✓ **التغطية الكاملة:** وفي هذه الحالة يقوم المستثمر في الوقت نفسه الذي يشتري فيه أسهما بغرض الاستثمار، ببيع عدد مساوٍ من ذات الأسهم وبذات السعر إلى أجل.
- ✓ **التغطية الجزئية:** تصبح التغطية غير كاملة إذا اختل شرط من شروط التغطية الكاملة وهما:
  - الشرط الأول: تساوي عدد الأسهم المشتراة مع عدد الأسهم المباعة بالأجل.
  - الشرط الثاني: أن يكون الشراء والبيع بالسعر نفسه.

ج. **الموازنة (المراجحة):**

والمقصود بها اغتنام فرصة وجود فروق في الأسعار لورقة مالية ما في سوقين مختلفين، وذلك بشرائها من سوق وبيعها في سوق آخر محققا ربحًا من جراء اختلاف الأسعار.

2. نماذج التغطية من خلال العمليات العاجلة:

تتعدد وتختلف حسب نوع العملية إلى :

---

[1] مايكل بيكيت: كيف تعمل البورصة دليل المستثمر الصغير، دار الفاروق للنشر والتوزيع،الطبعة العربية الأولى – مصر- 2006، ص(20).

[2] منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص(155).

أ. العمليات الباتة القطعية:

وهي عمليات يتم فيها البيع والشراء فورا على أن يتم التسليم في زمن لاحق يحدد، المسمى موعد التسوية [1]، حيث يقوم المشتري بدفع الثمن ويلتزم البائع بتسليم الأوراق المالية محل الصفقة ولا يمكن الرجوع عن تنفيذ العملية، إلا انه يجوز للمتعاقدين في هذه العملية تأجيل موعد التسوية النهائية حتى موعد تسوية لا حق. [2]

ويترتب على تنفيذ العقد خسارة أحد الطرفين إما البائع وإما المشتري إلا إذا كان السعر المتفق عليه مساويا لسعر التصفية.

ويمكن أن يتضمن عقد البيع في المعاملات الباتة شرطًا يخول المشتري مطالبة البائع بتسليم الأوراق قبل حلول الأجل ويسمى شرط خيار التنازل عن الأجل. [3]

ويلجأ المشتري إلى استعمال هذا الشرط عند ملاحظته نزول في أسعار الأسهم محل التداول وهو تسريع إعطائه الأسهم فيقوم البائع بتسليمه للأسهم إما التي بحوزته وإما يقوم بشرائها، وهذه العملية الأخيرة تقوم برفع أسعارها مرة أخرى نتيجة الطلب عليها أو حتى إيقاف نزولها ، وهنا تجدر بنا الإشارة إلى أنه إذ لم يستطع المضاربون [4] في هذه الحالة تنفيذ صفقة البيع البات المؤجل لأن الأسعار اتجهت لخلاف ما كانوا يتوقعون فإنهم يقومون كما ذكرنا بتأجيل موعد التصفية إلى الموعد الثاني أي إلى موعد التصفية التالي للموعد المحدد وهذا التأجيل يسمى بالمرابحة أو الوضيعة [5]،وهما على حسب وضعية المضارب .

---

[1] أحمد بن محمد الخليل: الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، أطروحة لنيل شهادة الدكتورة، رسالة منشورة، دار ابن الجوزي، الطبعة الثانية –السعودية- 1426هـ ، ص(197) .

[2] عطية فياض، مرجع سبق ذكره،ص(339).

[3] مبارك بن سليمان، مرجع سابق سبق ذكره، ص(2/ 845) .

[4] ليس المقصود بالمضارب هنا المعنى الشرعي الفقهي، بل يقصد به في أسواق الأوراق المالية المشتري أو البائع المخاطر على ارتفاع أو انخفاض الأسعار فهو يضارب بتقلب الأسعار .

[5] المرابحة والوضعية عند المستثمرين في سوق الأوراق المالية تعني تفادي الخسارة بالطريقة المبينة أعلاه ولا تعني المرابحة والوضيعة المعرفة في الفقه الإسلامي، تحت شجرة بيوع الأمانة.

❖ **بيع المرابحة** : يشتري المستثمر أوراقا مالية آجلة على أمل أن ترتفع الأسعار فيحقق الربح الذي يريد فإذا أخطأ ظنه بأن هبطت الأسعار، فهنا يلجأ إلى المرابحة لتفادي خسارته وذلك بأن يبحث عن ممول من السماسرة أو غيرهم، يقبل بشراء أسهمه شراء باتا في موعد التصفية ويبيعها له بيعا مؤجلا حتى موعد التصفية المقبل [1] بثمن أعلى من سعر يوم التصفية الذي يتمثل في سعر يوم التصفية الحالي مضافا إليه مبلغ آخر يسمى بدل التأجيل.

وسنوضح ذلك في المثال التالي:

مثال:

اشترى السيد (س) بتاريخ 08/01، (50) سهما من أسهم الشركة (ل) بسعر 100 دج للسهم الواحد، شراء أجل إلى موعد التصفية القادم وليكن يوم 08/15 على أمل أن ترتفع الأسعار بحيث يبيعها بسعرها عند ذلك الوقت ويربح الفرق.

فإذا كان يوم التصفية 08/15 ولم تتحقق توقعاته بل انخفض السعر إلى 95 دج فإن المشتري-أملا في عودة الأسعار إلى الارتفاع – سيأمر السمسار أن يؤجل تصفية مركزه إلى موعد التصفية القادم وليكن يوم 08/30 وحينئذ فإن السمسار يبحث عن شخص آخر ممن يستثمر ماله في هذه العقود، يسمى الناقل أو الممول [2] ليبيع له تلك الأسهم تنفيذا لعملية التأجيل ويمكن بيان مراحل تنفيذ العملية على النحو التالي:

1-بيع السمسار بناء على طلب المشتري تلك الأسهم إلى الناقل بيعا حالا بسعر يوم التصفية أي (50x 95) =4750دج.

ويقوم السمسار باستلام الأسهم من البائع الأول وبتسليمها إلى الناقل ويقبض الثمن 4750 دج ثم يأخذ السمسار الفارق بين ما يدفعه (المضارب على الصعود) أي المشتري الأول أضيف إليه ما قبضه من الناقل ويسلمها إلى البائع الأول أي 250+4750=5000دج

وبذلك تتم تصفية العملية الأولى عن خسارة قدرها 250 دج.

---

[1] أحمد على السالوس: الاقتصاد الإسلامي والقضايا الفقهية المعاصرة، دار الثقافة –الدوحة- 1998، ص(2/ 591) .

[2]- مبارك بن سليمان، مرجع سبق ذكره، ص (906/2).

2-ثم يقوم السمسار بشراء تلك الأسهم من الناقل بشراء آجل إلى موعد التصفية التالي بسعر أعلى من سعر يوم التصفية، يتمثل في سعر يوم التصفية الحالي مضافا إليه بدل التأجيل، فإذا كان بدل التأجيل 3دج عن السهم الواحد فإن السعر يكون [(95+3) 50x] =4900 دج.

3- فإذا كان موعد التصفية الثاني أي يوم 08/30 وارتفعت الأسعار كما توقع المضارب فوصلت الأسعار إلى 110 دج فيقبض السمسار الأسهم من عند الناقل ويقدم له 4900دج ويقوم بعملية عكسية ويبيع ما عنده من أسهم إلى مشترٍ جديد بالسعر الحالي وتسليم حالي (50x110)=5500دج ويقبض من عنده الثمن ويدفع السمسار إلى المشتري الأول (المضارب بالصعود) الفرق بين السعرين (4900-5500)=600 ودج وبذلك يتم تصفية العملية الثانية بربح قدره 600دج ،وفي الأخير وحيث إن خسارته في العملية الأولى قدرت بـــ 250 دج فإن ربحه النهائي يقدر بـ 600-250=350دج.

❖ **بيع الوضـــيعة :** وهنا يبيع المســـتثمر أوراقا مالية آجلة على أمل أن تهبط أســـعارها فيشـــتريها من الســـوق ويبيعها له بســـعر يوم العقد فيحقق الربح الذي هو الفرق بين الســـعرين (سـعر يوم العقد وسـعر يوم التصـفية) فإذا حصـل خلاف توقعه وارتفعت الأسـعار ولتفادي الخســارة فإنه يبحث عن مســتثمر آخر يملك النوع نفســه من الأســهم فيشــتريها منه في موعد التصفية ثم يبيعها له مجددًا حتى موعد التصفية المقبل [1]

مثال:

وسنوضح ذلك في المثال التالي:

باع السـيد (س) في 08/01، 50 سـهما من أسـهم الشـركة (ل) بسـعر 100دج بيعا آجلا إلى موعد التصـــفية القادم 08/15 على أمل أن تنخفض الأســـعار بحيث يشـــتريها من السوق ويبيعها بما اتفق عليه ويحقق الربح من الفرق.

فإذا كان يوم التصفية 08/15 ولم يتحقق ما توقع بل ارتفعت الأسهم إلى 105 دج وأمله أن تعود الأسـعار إلى ما توقعه (الانخفاض)، سـيطلب من سمساره تأجيل تصفية مركزه إلى موعد

[1] أحمد على السالوس: الاقتصاد الإسلامي والقضايا الفقهية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص (591/2).

التصـفية القادم يوم 08/30 وحينئذ فإن السـمسـار يبحث عن شخص آخر يملك أسـهما مماثلة للأسـهم التي باعها (يسـمى الناقل) ليشـتري منه تلك الأسـهم تنفيذا لعملية التأجيل ويمكن توضيح تلك العملية من خلال الخطوات التالية:

1-يشـتري السـمسـار بناء على طلب البائع أسـهم الشركة (ل) من الناقل شراءً حالا بسعر يوم التصفية أي بـــ (50x105) =5250 دج ويتسلم منه الأسهم ويسلمها إلى المشتري الأول ويقبض منه الثمن المتفق عليه وقدره (50x100) =5000دج ويضيف إلى هذا المبلغ مبلغًا قدره 250 دج من البائع الأول (المضارب على الهبوط) ويقدمها إلى الناقل 5000+250=5250 دج وبذلك تصفى العملية الأولى بخسارة قدرها 250 دج للسيد (س).

2-يقوم السـمسـار ببيع تلك الأسـهم إلى الناقل بيعا آجلا إلى يوم التصـفية التالي بسعر أقل من سـعر التصـفية الممثل في سـعر التصفية الحالي منقوص منه وضيعة تمثل بدل التأجيل، فإذا كان بدل التأجيل 2 دج فإن السعر سيكون [(105-2) 50x] =5150 دج

3-فإذا كان موعد التصـفية الثاني 08/30 وانخفضـت الأسـعار كما كان متوقعا فوصـلت إلى 96 دج فيقوم هذا السـمسار بشراء الأسهم من السوق بـــ(50x96) =4800دج ويقدمها إلى الناقل بســـعر(50x103) =5150 دج محققا ربحًا قدره (5150-4800) =350 دج، وبذلك تصفى العملية بربح قدره 350 دج.

حيث إن خســارته في التصـفية الأولى بلغت 250 دج فإن ربحه النهائي ســيكون (350-250) =100دج.

ب. العمليات الآجلة الشرطية:

وهي العمليات التي تتضمن في طياتها شروطًا وهي على أنواع:

❖ **العمليات الآجلة الشرطية البسـيطة :** ويمكن تعريفها بأنها بيع أوراق مالية مؤجلة بثمن مؤجل، مع شرط الخيار لأحد المتعاقدين في إمضاء العقد أو فسخه إذا أحس بانقلاب الأسـعار في غير صـالحه على أن يدفع مقابل ذلك عوضًـا مقدما ولا يرد

إليه بأي حال [1]، والعوض هنا هو ذلك المبلغ الذي يدفعه المشترط سواء كان بائعا أو مشتريا مقابل تمتعه بحق الفسخ دون حق الإرجاع حتى وان لم يتم الفسخ.

- **العمليات الآجلة بشرط التعويض:** وهي عملية بيع أوراق مالية مؤجلة بثمن مؤجل مع شرط الخيار لأحد المتعاقدين في إمضاء العقد أو فسخه، مقابل عوض عند إرادة الفسخ، وهنا أيضا يمكن أن يكون شرط الخيار هذا للمشتري أو قد يشترطه البائع ولابد للطرف الآخر أن ينفذ العقد إذا اختار مالك الخيار إمضاء العقد، وإما أن يدفع مالك الخيار مبلغ التعويض إلى الطرف الآخر إذا اختار الفسخ، واليوم الذي يتم فيه الخيار إما الإمضاء وإما الفسخ هو يوم قبل يوم التسوية ويسمى يوم جواب الشرط. [2]
- **العمليات الآجلة بشرط الانتقاء:**[3] وهي عملية بيع أوراق مالية مؤجلة بثمن مؤجل ويكون الخيار هنا لأحدهما في موعد آجل محدد على أن يبيع للطرف الآخر أوراقا مالية معينة بسعر محدد، أو أن يشتري منه تلك الأوراق بسعر أعلى منه، إذ إن صاحب الخيار هذا يرى أن الأسعار ستتغير بمقدار كبير أما الطرف الآخر فيرى أن الأسعار ستبقى مستقرة إلى حد ما.

ونوضح ذلك بأخذ المثال التالي:

مثال:

اتفق السيدان (س) و (ع) يوم 01/01 على أن يبيع السيد (س) في موعد التصفية القادم يوم 02/15/ عشرة (10) أسهم من أسهم الشركة (ل) بسعر (50) دج للسهم الواحد **أو** يشتري منه تلك الأسهم بسعر 55 دج للسيد (ع).

فإذا كان يوم التصفية، فإن شرط الخيار سيتقرر أيبيع أم يشتري بحسب الأسعار السائد في السوق ونفرض أنه:

---

[1] وهبة الزحيلي، مرجع سبق ذكره، ص(496).

[2] مبارك بن سليمان، مرجع سبق ذكره، ص(851/2).

[3] أحمد محي الدين أحمد، مرجع سبق ذكره، ص(440).

1-يوم التصفية كان السعر بين 50 و 55 دج وليكن 53 دج فان السيد (س) إذا باع بما اتفق عليه أي بسعر 50 دج فانه يخسر 3 دج لكل سهم بمجموع 30 دج أما إذا اشترى بما اتفق عليه بسعر 55 دج فانه يخسر 2دج لكل سهم بمجموع 20 دج .

2-يوم التصفية كان السعر مقدر بـــ 45 دج فان السيد (س) يقوم ببيع ما عنده حسب الاتفاق ب 50 دج ويربح 5 دج لكل سهم بمجموع 50 دج.

3-يوم التصفية كان السعر مقدر بـــ 65 دج فالسيد (س) يقرر الشراء بما اتفق عليه بسعر 55 دج ويكون قد حقق ربحًا بـ 10 دج لكل سهم بمجموع 100 دج.

- **العمليات الآجلة الشرطية المركبة:** وهي عملية بيع أوراق مالية مؤجلة بثمن مؤجل ويكون الخيار هنا لأحدهما في أن يكون بائعا أو مشتريا أو يفسخ العقد مقابل تعويض يدفع مقدما دون إرجاع [1] وهنا يملك صاحب الخيار ثلاثة خيارات إما البيع وإما الشراء وإما الفسخ ويتخذ القرار حسبما تقتضيه المصلحة.
- **العمليات الآجلة الشرطية المضاعفة:** وهي عملية بيع أوراق مالية مؤجلة بثمن مؤجل ويكون الخيار هنا مضاعفة الكمية المباعة أو المشتراة بالسعر المتفق عليه، مقابل عوض يدفعه للطرف الآخر مقدما ولا يسترده [2]، فمتى كان الخيار للبائع و رأى أنه حقق ربحا في بيعه ذلك العدد من الأسهم فإنه وفقا لهذا الشرط يستطيع أن يضاعف كمية البيع فيزيد بذلك ربحه ، وكذلك إذا كان الخيار للمشتري ورأى أنه حقق ربحا في شرائه ذلك العدد من الأسهم (لان السعر المشترى به –المتفق عليه- اقل من سعر السوق) فانه وفقا لهذا الشرط يستطيع أن يضاعف كمية الشراء فيزيد بذلك ربحه .

---

[1] عطية فياض، مرجع سبق ذكره، ص(347).

[2] وهبة الزحيلي، مرجع سبق ذكره، ص(497) .

المحـــور الرابع :
نماذج تقييم الأسهم

تمهيد :

يعتمد الكثير من المستثمرين على الأسهم في استثمارتهم المالي كأداة مالية متميزة بمشاركة حملتها مع أصحاب القرار في الأرباح والخسائر على حد سواء، فهي أداة ملكية تعطي الحق لحاملها أن يكون شريكا ولو لجزء بسيط في رأس مال الشركة.

أولا: مفاهيم عامة حول الاسهم :

إن الأسهم من الأدوات المهمة في سوق الأوراق المالية لما لها من وظيفة الربط بين من هم في حاجة إلى الأموال ومن لديهم أموال في حاجة إلى استثمارها، فالسهم من الأدوات المالية القائمة بها السوق ولهذه الأداة أنواع وخصائص متفرقة نتعرف عليها من خلال هذا المحور.

I. تعريف شركة المساهمة:

قبل التطرق للحديث عن الأسهم نحاول أن نتعرف على مصدر هذه الأسهم وأكبر هذه الشركات المصدرة لهذه الأداة هي شركة المساهمة وبعدها نعرف السهم وخصائصه وأنواعه.

تعتبر شركة المساهمة النموذج الأمثل لشركات الأموال، و هي الشركة التي ينقسم رأس مالها إلى أسهم وتتكون من شركاء لا يتحملون الخسائر إلا بمقدار حصتهم [1]، ولكي يحوز المستثمر على قسمة من رأس مال هذه الشركة المسمى بالسهم يجب عليه أن يكتتب في هذا السهم ومعنى الاكتتاب هو إعلان الرغبة في الاشتراك في المشروع الذي تقوم به الشركة مقابل دفع حصة في رأس مالها[2]،فعن طريق الاكتتاب يحمل ذلك المستثمر صفة المساهم .

II. تعريف السهم:

لقد جاء مفهوم السهم على ألسنة علماء الاقتصاد على عدة أوجه، يلاحظ اختلافها في اللفظ وتقاربها في المعنى، ويمكن صياغة التعريف التالي:

إن السهم: "هو أداة مالية تمثل مقدار ما أُسهِمَ به في رأس مال الشركة، المعبر عنه بصك لإثبات ملكية المساهم، له قابلية التداول، ذو خاصية الأجل الطويل، ويعطي لمالكه حقوقًا خاصة".

إذن فالسهم هو عبارة عن عملة بوجهين:

---

[1] عمار عمورة: الوجيز في شرح القانون التجاري الجزائري، دار المعرفة -الجزائر - 2000، ص(263).

[2] خلف بن سليمان، مرجع سبق ذكره، ص(259) .

1. **الوجه الأول:** هو عبارة عن الحصة المقدمة من طرف المساهم إلى الشركة المساهمة وهي تمثل جزء من رأس مال الشركة.
2. **الوجه الثاني:** هو عبارة عن صك يعطى للمساهم إثباتا لحصته.

III. الخلفية التاريخية للسهم:

ويرجع تاريخها (الأسهم) إلى بداية القرن السابع عشر (ق 17) حيث قام الهولنديون بابتكارها (أداة السهم) على أساس أنها طريقة لجمع الأموال تختلف عن طريقة القروض ، حيث كان يعطى ممولو أي شركة إيصالا يوضح أنه في مقابل قيامهم بالتمويل فإنهم يملكون حصة من الشركة وبالتالي فإنهم ليسوا مقرضين بل مالكيين. [1]

IV. خصائص الأسهم:[2]

1. الأسهم صكوك متساوية القيمة وذلك من أجل الحصول على الحق نفسه؛

2. عدم قابلية السهم للتجزئة ومن ثم لا يجوز تعدد مالكي السهم الواحد فإذا آلت ملكيته لأكثر من شخص نتيجة لإرث أو هبة أو غير ذلك فهذه التجزئة وان كانت صحيحة بين هؤلاء إلا أنها لا تسري في مواجهة الشركة لذا ينبغي لهم تحديد أحدهم لتمثيلهم أمام الشركة؛

3. قابلية السهم للتداول بالطرائق التجارية، متى كانت هذه الأسهم أسمية وبالتنازل متى كانت لحاملها وبالتظهير متى كانت لأمر؛

4. ليس لها تاريخ استحقاق محدد، طالما أن الشركة ما زالت تزاول نشاطها؛

5. عدم ثبات العائد وتذبذبه ما بين ربح وخسارة، وذلك تبعا للظروف المحيطة بالشركة. [3]

V. أنواع الأسهم :

تتنوع الأسهم إلى عدة أنواع وذلك لعدة اعتبارات ومن أهمها ما يلي:

1. أنواع الأسهم بالنظر إلى طبيعة الحصة المساهم بها:

وننظر هنا إلى ما قدمه المساهم، وهي على أربعة أنواع:

---

[1] مايكل بيكت، مرجع سبق ذكره، ص(09).

[2] عصام أبو النصر: الحكم الشرعي في تملك الأسهم وكيفية تطهير أسهم الشركات التي أختلط فيها الحلال بالحرام ، بحث مقدم للمؤتمر السنوي العلمي الخامس عشر ،سوق الأوراق المالية والبورصات –أفاق وتحديات_ ، جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون،، يومين 15-17 مايو 2006 ص(04).

[3] أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلامة، مرجع سبق ذكره، ص(31).

أ. أسهم نقدية:

وهي الأســهم التي امتلكها أصحابها بعد دفعهم لقيمتها نقدا [1] فهي تمثل حصـصًـا نقدية في رأس المال وهذه الأســـهم قد تكون محررة أي دفعت قيمتها كلها، وقد تكون غير محررة أي دفع بعض قيمتهـا، كالنصـــف مثلا حيث يمكن للمكتتب أن يدفع جزءًا من الســـهم ويبقى مطالبا بالباقي، بحيث لو صفيت الشركة وعليها ديون مثلا طولب المساهم بدفع المتبقي من قيمة السهم [2]، وفي بعض التشريعات مثل القانون الجزائري يمكن أن يكتفي بتسديد 25% من قيمة السهم النقدي عند الاكتتاب، على أن يسدد القيمة الباقية خلال مدة لا تزيد على خمس سنوات من تاريخ تسجيل الشركة. [3]

ب. أسهم عينية:

وهي الأســـهم التي امتلكها أصحابها بعد دفعهم لقيمتها عينا من الأعيان كأرض أو مبنى أو بضاعة، أو آلات ...ولكن يشترط في ذلك ما يلي: [4]

- ✓ الوفاء بتقديمها كاملة.؛
- ✓ تقدير الحصة العينية، تقديرا صحيحا قبل منح الأسهم العينية.؛
- ✓ عدم تداولها قبل مضي سنتين.

ج.الأسهم المختلطة:

وهي الأســـــهم التي امتلكهـا أصحابها بعد دفعهم لقيمتها نقدا وعينا، وذلك كمن يصـــبح مساهما بعقار ومبلغ مالي. [5]

---

[1] أحمد بن محمد الخليل، مرجع سبق ذكره، ص(50).

[2] مبارك بن سليمان ، مرجع سبق ذكره، ص(1/ 117) .

[3] عمار عمورة ، مرجع سبق ذكره، ص(268).

[4] أحمد بن محمد الخليل، مرجع سبق ذكره ، ص(51).

[5] شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره ،ص(95).

د. حصص التأسيس:

وهي الحصـــص التي امتلكها أصحابها بعد تقديمهم لشيـــء معنوي عادة يتمثل في براءة اختراع، بحيث تخول لصاحبها الحق في نسبة من أرباح الشركة، ولكنها لا تعتبر جزءًا من رأس مال الشركة ولا يكون لأصحابها الحق في المداولات أو في إدارتها، وهي قابلة للتداول. [1]

ويعود تاريخها إلى تاريخ إنشاء قناة السويس حيث فكر المؤسسون في منح السلطات الفرنسية والمصرية وغيرهما ممن ساهموا في تقديم خدماتهم لإنجاح المشروع حصص تأسيس لمكافأة جهودهم تلك

2. أنواع الأسهم بالنظر إلى شكلها:

من حيث شكلها تنقسم الأسهم إلى ثلاثة أنواع: [2]

أ. أسهم اسمية:

وهي الأسهم التي اقترنت باسم صاحبها، وبذلك يقيد اسمه على شهادة السهم وعلى سجل الشركة، ويتم تداولها ونقل ملكيتها إلى مشتريها بتقييد اسمه في تلك السجلات.

ب. أسهم لحاملها:

وهي الأسهم المدونة باسم(لحاملها) ويعتبر حامل السهم هو المالك لها في نظر الشركة ويتم تداولها بمجرد المناولة أي تسليمها من يد إلى أخرى، وتمنع بعض التشريعات هذه الأسهم مثل سوريا الكويت مصر [3]، وتعتبر جائزة في القانون الجزائري [4]، والأسهم لحاملها لا يمكن أن تصدر إلا إذا دفعت قيمتها بالكامل.

ج.أسهم أذنيه أو لأمر:

وهي الأسهم التي يذكر اسم صاحبها في الشهادة مع إظهار الإذن أو الأمر ويتم تداولها عن طريق التظهير.

3. أنواع الأسهم بالنظر إلى حقوق حملتها:

تنقسم بحسب هذه النظرة إلى ثلاثة أنواع من الأسهم هي:

---

[1]- أحمد بن محمد الخليل، مرجع سبق ذكره، ص(52).

[2] ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص(211) .

[3] أحمد بن محمد الخليل، مرجع سبق ذكره، ص(53) .

[4] عمار عمورة، مرجع سبق ذكره، ص(272).

أ. الأسهم العادية:

وهي التي تتساوى في قيمتها وتعطي المساهمين حقوقًا متساوية منها: [1]

- ✓ حق التصويت في مجلس الإدارة وانتخاب أعضائها؛
- ✓ الأولوية في شراء الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات؛
- ✓ الحصول على أرباح وفقا لقرارات الإدارة؛
- ✓ فحص السجلات والرقابة على موجودات الشركة؛
- ✓ الحصول على ما تبقى من موجودات الشركة بعد تصفيتها؛
- ✓ المشاركة في اجتماعات الهيئة العامة لمناقشة نتائج أعمال الشركة.تعديل عقد تأسيس الشركة وإقرار النظام الداخلي؛
- ✓ حق البيع أو التنازل عن الأسهم.

وهي تتصف بالدوام أي ليس لها تاريخ استحقاق محدد ويبدأ بها التمويل وتنتهي بها التصفية.

ب. الأسهم المؤجلة:

وهي التي تعطى عادة للمؤسسين ولمن يقوم بترويج الأسهم الجديدة عند إنشائها وتسمى مؤجلة لأنها لا تستحق نصيبا من الأرباح الموزعة قبل سداد حاملي بقية الأسهم بنسبة معينة من رأس المال. [2]

ج.الأسهم الممتازة:

وهي الأسهم التي تعطي لأصحابها مزايا لا تتمتع بها الأسهم العادية وتعطي لهم حقوقا إضافية على الحقوق الأساسية لحاملي الأسهم ومن بين المزايا التي تعطيها لهم:[3]

- ✓ مزايا في الأرباح تعطي لهم الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم؛

---

[1] أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلامة، مرجع سبق ذكره، ص(32).

[2] معبد علي الجارحي: الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام ، الإدارة المالية في الإسلام، المجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية،مؤسسة آل البيت، الجزء الأول –عمان- 1989، ص(113).

[3] منير إبراهيم هندى، مرجع سبق ذكره، ص(27).

- ✓ في حالة عدم تسديد التوزيعات الدورية فإنها تتراكم ويتعين سدادها كاملة قبل إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية [1]؛
- ✓ مزايا التصفية وذلك عند الإعلان عن إفلاس الشركة يأخذون أموالهم قبل الأسهم العادية وبعد السندات؛
- ✓ لهم الحق في الاستحقاق عن طريق الاستدعاء لحصولهم على مبلغ أكبر من قيمتها الاسمية؛
- ✓ لا يعطى لحاملها الحق في التصويت إلا إذا امتازت هذه الأسهم بهذه الخاصية دون غيرها.

وللأسهم الممتازة أنواع وذلك حسب الميزة المقدمة لها: [2]

- ➢ **أسهم ممتازة مجمعة للأرباح:** وهي الأسهم التي لها ميزة أنها إذا لم تستوفِ أرباحها من هذه السنة لعدم كفاية الأرباح أو لعدم توزيعها، فإن نصيبها من الأرباح يرحل ويجمع مع مستحقات السنة المالية التالية.
- ➢ **أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح:** يعطى لحملة هذا النوع من الأسهم أرباحًا، تحدد عادة بحد أدنى بمعدل معين لأرباحها السنوية مع مشاركتها في الأرباح إذا كانت معدلاتها أكبر من الحد الأدنى المقرر، أي إذا حصلت الشركة على ربح يقدر بـــ 10% من رأس مالها وهي نسبة لا تنوي توزيعها فتقدم بذلك نسبة من هذا الربح إلى أصحاب هذا النوع من الأسهم الممتازة دون غيرهم من أصحاب الأسهم الأخرى، أما إذا حصلت على نسبة من الأرباح أكثر من 10 % فإنها توزع الأرباح بالشكل العادي على أصحاب الأسهم.
- ➢ **أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح مع الأسهم العادية:** تأخذ هنا الأسهم الممتازة نسبة من الأرباح وإذا تم توزيع الأرباح للأسهم العادية تأخذ معهم ما يأخذون [3].

---

[1] عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص(18).

[2] طارق عبد العال: دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية –مصر- 2005، ص (22).

[3] زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص(60) .

- **أسهم ممتازة قابلة للتحول إلى أسهم عادية**: وهي الأسهم التي يحق لها التحول إلى أسهم عادية خلال فترة معينة من إصدارها، أو حسب ما تم تحديده من شروط في الاكتتاب.
- **أسهم ممتازة ذات الصوت المتعدد**: وهي التي تعطي لحاملها أكثر من صوت واحد في الجمعية العامة.[1]

4. أنواع الأسهم بالنظر إلى استهلاكها من عدمه:

وهي على نوعين: [2]

أ. أسهم رأس المال:

وهي التي يقدمها المساهم، ولا تعود إليه إلا عند فسخ عقد الشركة أو انقضائها ولا ترد قيمتها أثناء قيام الشركة.

ب. أسهم التمتع:

وهي التي يحصل عليها المساهم عوضا عن أسهمه التي ردت إليه قيمتها الاسمية أثناء قيام الشركة، وبعبارة أخرى هي الأسهم التي استهلكت قيمتها، ويكون الاستهلاك من الأرباح وليس من رأس المال ويحق لصاحبها أخذ جزء من الأرباح وذلك بعد تقديم مقدار محدد من الأرباح لأصحاب أسهم رأس المال والباقي يوزع بينهما (أسهم رأس المال وأسهم التمتع)[3]، وليس لهم أي حق بعد تصفية الشركة.

واستهلاك الأسهم ليس إجباريا، لأن الشركة ليست مدينة حقا تجاه المساهمين بقيمة الأسهم إلا عند حل الشركة وتكون هذه الأسهم في حالات خاصة مثل: [4]

---

[1] أحمد بن محمد الخليل، مرجع سبق ذكره، ص(58).

[2] مبارك بن سليمان، مرجع سبق ذكره، ص(1/ 118).

[3] أحمد بن محمد الخليل، مرجع سبق ذكره، ص(60).

[4] علي محي الدين القرى داغي: الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص (121/1).

- ✓ إذا كانت ممتلكات الشركة مما يلحقه التلف مع توالي الزمن؛
- ✓ ذا كانت الشركة حاصلة على امتياز من الدولة لمدة معينة، ثم تتحول ملكيتها للدولة بعد انقضاء المدة.

5. أنواع الأسهم بالنظر إلى المنح أو عدمه:

وتنقسم إلى :[1]

أ. أسهم غير مجانية:

وهي الأسهم التي يدفع صاحبها قيمتها.

ب. أسهم منح (مجانية):

وهي الأسهم التي تمنحها الشركة للمساهمين مجانا ، في حالة زيادة رأسمال الشركة على شكل ترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي إلى رأس المال الأصلي، ويتم توزيعها حسب قدر الأسهم.

6. أنواع الأسهم بالنظر إلى تأثرها بالدورات الاقتصادية:

وتتمثل في: [2]

أ. أسهم موسمية:

وهي الأسهم التي تتأثر بالدورات الاقتصادية، وتعود هذه الأسهم للشركة التي تنتج سلعا موسمية ، الطلب على منتجاتها يرتبط بتحسن الاقتصاد وانتعاشه (رواجه) كما أنها تتأثر بحالات الكساد.

ب. أسهم دفاعية:

وهي على عكس الأسهم الموسمية لا تتأثر بالدورات الاقتصادية، وتكون أسهمًا لشركات تنتج سلعا أساسية، لا يتأثر إنتاجها بالدورات الاقتصادية سواء في حالة الرواج أو

---

[1] شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص(96) .

[2] أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلامة، مرجع سبق ذكره، ص (36).

في حالة الكساد فالطلب عليها يكون ثابتا لحد ما ومستقر، كإنتاج القمح أو استخراج أو تحليت أو تطهير المياه.

7. أنواع الأسهم بالنظر إلى مصدرها:

وتنقسم إلى:

أ. أسهم مرتفعة الجودة:

وهي أسهم لشركات كبيرة ومعروفة وتوزع الأرباح بغض النظر عن الأحوال السائدة.

ب. أسهم الشركات الصغيرة:

وهي أسهم الشركات التي يمتاز رأس مالها وحقوق الملكية فيها بالصغر وكذلك الأصول وبذلك يكون توزيع الأرباح غير منظم ولكن ليس بالنسبة الكبيرة [1].

8. أنواعها بالنظر إلى توزيع الأرباح:

وتنقسم إلى:

أ. أسهم الدخل:

وهي الأسهم التي تعطي دخلا مستقرا (توزيعات الأرباح مستقرة ومستمرة) وغالبا ما تكون هذه الأسهم لشركات ذات امتياز إنتاج سلعة معينة مما يجعلها تحقق أرباحا مضمونة وتوزيعات أرباح مضمونة (مثل شركة البترول). [2]

ب. أسهم النمو:

هي على عكس أسهم الدخل لا يتوقع المستثمر أو حامل السهم أرباحا موزعة في نهاية السنة وبشكل دائم، لكنه يتوقع مقابل ذلك ارتفاعًا كبيرًا في القيمة السوقية للسهم وبمعدلات نمو متزايدة، هذه الأسهم تكون عادة لشركات تتعامل بمنتجات ذات محتوى تكنولوجي عالي. [3]

[1] سماري ابتسام: اثر تداول المشتقات المالية على أداء السوق المالي، دراسة حالة السوق المالي الفرنسي ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، رسالة غير منشورة ، جامعة فرحات عباس-سطيف ، الجزائر- 2006/2005 ، ص(32) .

[2] أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلامة، مرجع سبق ذكره ، ص(36) .

[3] نفس المرجع السابق، ص(34) .

ج.الأسهم العادية المضمونة:

الأصل في الأسهم انه ليس لحاملها الحق في الرجوع إلى المنشأة التي أصدرتها وذلك في حالة انخفاض قيمتها السوقية، ولقد ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1984م لأول مرة أسهم تعطي لصاحبها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار.[1]

VI. قيم تداول الأسهم :

تعتبر قيمة السهم من أهم الأشياء التي يسعى المستثمر إلى البحث عنها ومعرفتها ويجب علينا أن نميز بين مجموعة من القيم:

1. القيمة الاسمية:

وهي قيمة السهم التي تتحدد عند تأسيس الشركة تثبت في شهادة الأسهم الصادرة وهي القيمة التي يتم توزيع الأرباح على أساسها كنسبة مئوية، فإذا ما قررت الشركة أن توزع أرباحا بنسبة 20% فمعنى ذلك أن يحصل حامل السهم على 20% من قيمة السهم الاسمية في عقد الشركة.[2]

2. القيمة الدفترية:

وهي قيمة السهم كما تظهرها دفاتر الشركة أي سجلاتها، وهي قيمة محاسبية تبينها سجلات الشركة ودفاترها وتحسب كما يلي:[3]

$$\text{القيمة الدفترية للسهم العادي} = \frac{\text{إجمالي حقوق المساهمين}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{قيمة المطلوبات – قيمة الموجودات.}}{\text{عدد الأسهم}}$$

---

[1] عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص: أسواق المال، بورصات، مصارف، شركات تأمين، شركات استثما، دار الجامعة الجديدة للنشر – الإسكندرية- 2003 ، ص (23) .

[2] ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص(211) .

[3] فليح حسن خلف، مرجع سبق ذكره، ص(204).

3. قيمة الإصدار:

وهي القيمة التي يصدر بها السهم، ولا يجوز إصدار السهم بأقل من قيمته الاسمية سواء عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأس المال. [1]

4. القيمة الحقيقية للسهم:

وهو المقدار الذي يستحقه السهم في جميع أموال الشركة أي يشمل رأس مال الشركة المدفوع وموجودات الشركة وأرباحها بعد استنزال ديونها، هذه القيمة تمثل ما يجب أن يكون عليه سعر (أو القيمة) السهم في السوق [2].

5. القيمة السوقية:

وهي القيمة التي يحددها السوق للسهم العادي نتيجة للتفاعل الحر والتلقائي بين العرض والطلب في السوق التامة افتراضا [3].

6. القيمة التصفوية:

وهي القيمة التي يتوقع المساهم في الشركة المساهمة الحصول عليها للسهم العادي في حالة تصفية الشركة بعد استبعاد كافة الالتزامات التي تترتب عليها. [4]

$$\text{القيمة التصفوية} = \frac{\text{قيمة الموجودات في السوق} - \text{الالتزامات و حقوق الاسهم الممتازة في حالة وجودها}}{\text{عدد الاسهم العادية}}$$

ثانيا: نماذج تقييم الأسهم.

تختلف وتتنوع نماذج تقييم الأسهم باختلاف العنصر المأخوذة في نموذج التقييم او المنظور من السهم ويمكن أن نحدد القيمة الحالية للسهم من خلال عدة نماذج للتقييم نعدد منها النماذج التالية [5] :

---

[1] أحمد بن محمد الخليل، مرجع سبق ذكره، ص(61).

[2] شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص(100).

[3] أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلامة، مرجع سبق ذكره، ص(38).

[4] فليح حسن خلف، مرجع سبق ذكره، ص(209).

[5] فؤاد عبد الحميد النواجحة، مرجع سبق ذكره ، ص(53-68).

I. نموذج خصم التوزيعات النقدية :

يعتبر الهدف الرئيس من هذا النموذج هو ايجاد قيمة السهم المتمثلة بجمع القيمة الحالية لسلسلة متنامية من توزيعات الأرباح المستقبلية، والتي تخصم كل مرحلة من مراحل هذه السلسلة كمعدل خصم معين أو معدل عائد مطلوب يتلاءم مع درجة مخاطرتها.

ويوجد لنموذج خصم التوزيعات النقدية ثلاث حالات لتقييم الأسهم المبنية على أساس كيفية توزيع الأرباح المستقبلية، فتوزيعات السهم قد تبقى ثابتة من سنة لأخرى، كما أنها قد تتزايد أو تتناقص من فترة لأخرى، وفيما يلي تحليلا لتلك الحالات:

1. حالة التوزيعات الثابتة:

قد يتوقع المستثمرين أن تظل قيمة التوزيعات ثابتة من سنة لأخرى، بمعنى أنه لا يوجد نمو في التوزيعات، وهنا يجب الإشارة إلى أنه لحساب قيمة السهم العادلة في ظل هذه الحالة ينبغي أن نفرق بين الاستثمار في السهم لفترة محدودة، والاستثمار في السهم لفترات غير محددة اعتماد على خاصية أن الأسهم ليس لها تاريخ استحقاق، ففي حالة الاستثمار لفترة زمنية محدودة فإن قيمة السهم تتحدد وفقا للمعادلة التالية لجوردن:

$$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r_s)^t}$$

حيث أن:

P : قيمة السهم الحقيقية

D_t : التوزيعات النقدية المتوقعة في نهاية الفترة

r_s : معدل الخصم (معدل العائد المطلوب)

أما في ظل افتراض أن الأسهم ليس لها تاريخ استحقاق (غير محددة المدة)، فإن قيمة السهم

يمكن حسابها بالمعادلة التالية:

$$P = \frac{D_t}{r_s}$$

مثال :

إذا كان التوزيعات النقدية المتوقعة في نهاية الفترة هي 4 دج للسهم وكان المستثمر يطلب عائد قدره 14% فما هي قيمة السهم الحالية إذا علمت أن التوزيعات ثابتة

الحل :

$$P = \frac{D_t}{r_s} = \frac{3}{0.14} = 21.42$$

2. حالة التوزيعات ذات النمو الثابت:

يفترض هذا النموذج أن توزيعات الأرباح تنمو بمعدل نمو ثابت إلى ما لا نهاية، حيث يمكن تحديد قيمة السهم وفقا لنموذج جوردن كما يلي:

$$P = \frac{D_0(1+g)}{r_s - g}$$

حيث أن :

P: قيمة السهم الحقيقية

r_s : معدل الخصم (معدل العائد المطلوب)

D_0: التوزيعات النقدية للسنة السابقة

g: معدل النمو في التوزيعات النقدية

مثال :

إذا كان التوزيعات النقدية السابقة هي 4 دج للسهم وكان المستثمر يطلب عائد قدره 14% ومعدل نمو الشركة هو 06% فما هي قيمة السهم الحالية إذا علمت أن معدل النمو ثاب ؟

الحل :

$$P = \frac{D_0(1+g)}{r_s - g} = \frac{3(1+0.06)}{0.14-0.06} = 39,75$$

ويقوم هذا النموذج على الافتراضات التالية:

- ✓ معدل التوزيعات النقدية تنمو بمعدل ثابت.
- ✓ سعر السهم المتوقع ينمو بنفس نسبة النمو.
- ✓ معدل العائد الرأسمالي ثابت ويساوي معدل النمو.
- ✓ معدل العائد المطلوب أكبر من معدل النمو.
- ✓ معدل العائد المطلوب على الاستثمارات يساوي العائد من التوزيعات النقدية المتوقعة بالإضافة لمعدل النمو.
- ✓ لا يوجد تمويل خارجي، أي أن المنشأة تعتمد بالكامل على حقوق الملكية لتمويل استثماراتها.
- ✓ لا تخضع المنشأة للضريبة.

هذا وقد وجهت بعض الانتقادات للنموذج، منها أنه يعتمد على افتراضات بعيدة عن الواقع ويصعب تحقيقها، فمن ناحية لا توجد شركات تعتمد بالكامل على حقوق الملاك ولا تستخدم الرفع المالي، كما أن افتراض ثبات معدل العائد المطلوب على الاستثمار وكذلك معدل العائد المتوقع ومعدل النمو أمر يصعب توافره أو تحقيقه، كما أنه يصعب التسليم بعدم وجود ضريبة سواء على دخل الشركة أو دخل الأشخاص

3. حالة التوزيعات التي تنمو بمعدل غير ثابت:

تفترض الحالة الســـابقة أن الشر‍ـكات تتســـم توزيعاتها غير الثابت، في حين أن الواقع العملي يشـير إلى أن توزيعات العائد للعديد من المنشـآت يتسـم بتقلب معدلات نموه، لذلك تم تطويره ليعكس هذه الحالة وبالتالي يتم تقدير قيمة السهم من خلال المعادلة التالية:

$$P = \sum_{t=1}^{n} \frac{D_t}{(1+r_s)^t} + \frac{\hat{p}_n}{(1+r_s)^n}$$

حيث أن:

P: قيمة السهم الحقيقية

$\hat{p}$: سعر السهم العادي في الفترة n

D_t: التوزيعات النقدية المتوقعة في نهاية الفترة.

r_s: معدل الخصم (معدل العائد المطلوب)

n: فترة النمو غير العادية

وطبقا لما سبق يمكن تحديد القيمة الحقيقية للسهم من خلال الخطوات التالية وهي:

- ✓ تقدير التوزيعات النقدية لكل سنة خلال فترة عدم ثبات النمو.
- ✓ تحديد سعر السهم المتوقع في نهاية فترة النمو غير الثابتة.
- ✓ تحديد القيمة الحالية للتوزيعات النقدية لكل ســـنة خلال فترة عدم ثبات النمو والقيمة الحالية لســعر الســهم المتوقع في نهاية النمو غير الثابت، حيث يكون مجموع تلك القيم مســاويا للقيمة الحقيقية للسهم.

مثال:

يريد مستثمر شراء سهم ولديك المعلومات التالية حول هذا السهم:

- حققت الشركة معدلات نمو متذبذبة خلال الثلاث سنوات الأخيرة والمتمثلة في :

السنة	3-	2-	1-
معدل النمو	%12	%14	%14

- استقرار معدل النمو عند 6% في باقي السنوات.
- آخر عائد مقدم هو 2دج

يرغب المستثمر الحصول على معدل عائد قدره 15%

المطلوب:

كم يكون سعر السهم الذي يجب أن يدفعه المستثمر اليوم لشراء السهم المذكور.

الحل :

$$P = \sum_{t=1}^{n} \frac{D_t}{(1+r_s)^t} + \frac{\hat{p}_n}{(1+r_s)^n}$$

$$P = \frac{D_1}{(1+r_s)^1} + \frac{D_2}{(1+r_s)^2} + \frac{D_3}{(1+r_s)^3} + \frac{\hat{p}_n}{(1+r_s)^3}$$

$$\frac{\hat{p}_n}{(1+r_s)^3} = \frac{\frac{D_{t+1}}{r_s - g}}{(1+r_s)^3}$$

$$D_t = D_0(1+r_s)^t$$

$$P = \frac{D_0(1+r_s)^1}{(1+r_s)^1} + \frac{D_0(1+r_s)^2}{(1+r_s)^2} + \frac{D_0(1+r_s)^3}{(1+r_s)^3} + \frac{\frac{D_0(1+r_s)^4}{r_s - g}}{(1+r_s)^3}$$

تطبيق رقمي:

$$P = \frac{2(1+0.12)^1}{(1+0.15)^1} + \frac{2(1+0.13)^2}{(1+0.15)^2} + \frac{2(1+0.14)^3}{(1+0.15)^3} + \frac{\frac{2(1+0.06)^{14}}{0.15-0.06}}{(1+0.15)^3}$$

$$P = 24.27$$

II. نموذج خصم التدفقات النقدية:

1. حالة التدفقات النقدية وفقا لقيمة الشركة ككل :

يمكن حساب قيمة الشركة ككل وحساب قيمة حقوق الملكية وفقا لهذا النموذج بنفس فكرة نموذج خصم التوزيعات النقدية السابق بفارق يتمثل في إحلال التدفقات النقدية الحرة مكان التوزيعات النقدية واستبدال معدل العائد المطلوب كمعدل خصم بالمتوسط المرجح لتكلفة التمويل عند حساب قيمة الشركة ككل، وعليه يمكن حساب قيمة الشركة ككل كما يلي:

$$V_f = \frac{FCFF_t}{WACC - g}$$

حيث أن:

V_f: قيمة الشركة الحقيقية.

$FCFF_t$: قيمة التدفقات النقدية الحرة المتوقعة للسنة القادمة للشركة ككل.

$WACC$: المتوسط المرجح لتكلفة التمويل.

g: معدل النمو في التدفقات النقدية.

2. حالة التدفقات النقدية وفقا لقيمة حقوق الملكية :

كما أن احتساب قيمة حقوق الملكية يتم من خلال المعادلة التالية:

$$V_s = \frac{FCFF_t}{r_s - g}$$

حيث أن:

V_s: قيمة حقوق الملكية الحقيقية.

$FCFF_t$: قيمة التدفقات النقدية الحرة المتوقعة لحقوق الملكية.

r_s: معدل الخصم (معدل العائد المطلوب).

g: معدل النمو في التوزيعات النقدية.

هذا ويتمثل الفرق بين معادلة احتساب قيمة الشركة ككل ومعادلة احتساب قيمة حقوق الملكية في أن التدفقات النقدية الحرة في النموذج الأول مخصومة بالمتوسط المرجح لتكلفة التمويل The weighted average cost of capital (WACC) في حين تم خصمها في النموذج الثاني بمعدل العائد المطلوب.

III. نموذج التقييم المحاسبي:

لمواجهة بعض أوجه القصور في النماذج السابقة قدم أهلسون (Ohlson) نموذجا عرف بنموذج التقييم المحاسبي لتسعير الأسهم يعتمد على المعلومات المحاسبية خلافا لنموذجي التقييم اللذان كانا يعتمدان على خصم التوزيعات والتدفقات النقدية، ولا يعتمدان على قيم محاسبية ولا

يسمح أي منهما بدراسة أثر المعالجات المحاسبية التي أقرتها معايير المحاسبة الدولية من حيث ترحيل بعض المكاسب (أو الخسائر) إلى حقوق الملكية بقائمة المركز المالي بدلا من ترحيلها إلى قائمة الدخل، ، في الحقيقة فإن نموذج التقييم المحاسبي الذى قدمه كل من Ohlsen and Feltham سنة 1995 ينطلق من نموذج خصم التوزيعات النقدية التقليدي، وباستخدام افتراضات معينة ينتهي إلى نموذج قائم على أساس حق الملكية والربح غير العادي المتوقع لعدد لا نهائي من الفترات المالية، ثم ينتقل بناء النموذج إلى ما يعرف بديناميكية المعلومات لتقدير الربح غير العادي على مدار مدى زمني لا نهائي وذلك لتحويل النموذج المحاسبي إلى نموذج قابل للتطبيق والاختبار الميداني، بناء على ذلك فإن النموذج المحاسبي يؤسس على ثلاث فرضيات، تشمل ما يلي :[1]

- ✔ **الافتراض الأول:** قيمة السهم تتحدد بخصم التوزيعات النقدية المستقبلية .تعتبر هذه العلاقة في تقييم السهم هي النموذج المالي التقليدي حيث تتحدد قيمة السهم بالقيمة الحالية للتوزيعات النقدية لعدد غير محدد من الفترات المالية.
- ✔ **الافتراض الثاني:** الفائض الصافي تربط علاقة الفائض الصافي التي قدمها الباحثان بين التوزيعات النقدية (المستخدمة كأساس لنموذج التقييم المالي) من ناحية، والقيم المحاسبية الأصلية الناتجة عن قائمة الدخل وقائمة المركز المالي من ناحية أخرى. تتمثل هذه القيم في صافي الربح والقيمة الدفترية لحق الملكية وكلاهما يمثل أرقام نهاية محاسبية .جوهر علاقة الفائض الصافي هو أن الأرباح يتقرر توزيع جانب منها والباقي يرحل إلى حق الملكية إما إلى الاحتياطيات أو إلى الأرباح المحتجزة وكلاهما يعتبر إضافة إلى القيمة الدفترية لحق الملكية. هذا يعنى أن التوزيعات النقدية تنقص من القيمة الدفترية لحق الملكية وأن انفصالها نقدا واستحقاقها لحملة الأسهم يترتب عليه تخفيض قيمة السهم في ذلك التاريخ.
- ✔ **الافتراض الثالث:** الربح الباقي استخدم مفهوم الربح الباقي كبديل عملي عن الربح غير العادي، مفهوم الربح الباقي يشير إلى الزيادة في صافي الربح من الأنشطة العادية على

---

[1] مدثر طه أبو الخير: ملائمة نموذج التقييم المحاسبي لتفسير أسعار الأسهم في الأسواق الناشئة، دراسة ميدانية، ورقة عمل غير مكتملة، 2006، ص (07-17).

العائد الذي يمكن تحقيقه إذا تم اســتثمار حقوق المـــــلاك في اســتثمار بديل بخلاف الاســتثمار في عمليات المنشــأة. ويعبر عن ذلك بالزيادة في صــافي الربح على العائد العادي الذي يمكن حسابه على حق الملكية في بداية الفترة، ويستخدم لحساب هذا العائد نفس معدل الخصم المستخدم في حساب القيمة الحالية.

ويتم احتساب القيمة الحقيقية وفقا لنموذج التقييم المحاسبي، من خلال المعادلة التالية:

$$P_t = b_t + a_1 x_t^a + a_2 v_t$$

حيث أن:

P_t: سعر السهم في بداية الفترة t.

b_t: القيمة الدفترية للسهم في نهاية الفترة t.

x_t^a: تمثل الربح الباقي في نهاية الفترة t (الربح غير العادي).

a_1, a_2: معاملات النموذج.

v_t: المعلومات الأخرى.

هذا ولتقدير القيمة الحقيقية لأي ســهم في تاريخ معين وفقا للنموذج المذكور يتطلب الأمر توافر البيانات والمعلومات التالية:

$$P_t = b_t + a_1 x_t^a + a_2 v_t$$

حيث أن:

P_t: سعر السهم في بداية الفترة t.

b_t: القيمة الدفترية للسهم في نهاية الفترة t.

x_t^a: تمثل الربح الباقي في نهاية الفترة t (الربح غير العادي).

a_1, a_2: معاملات النموذج.

v_t: المعلومات الأخرى.

هذا ولتقدير القيمة الحقيقية لأي سهم في تاريخ معين وفقا للنموذج المذكور يتطلب الأمر توافر البيانات والمعلومات التالية:

1. معلومات أساسية متاحة في تاريخ التقييم:

وتشمل معلومات حول القيمة الدفترية للسهم، وقيمة الربح غير العادي (الربح الباقي) في نفس التاريخ، ثم المعلومات الأخرى المتاحة عن السهم من السوق أو من الصناعة التي تعمل فيها الشركة، ويمكن الحصول على القيمة الدفترية والربح المتبقي من خلال القوائم المالية للشركة، أما المعلومات الأخرى فإن أفضل تقدير لها يتمثل في الزيادة أو النقص في الأرباح المتوقعة المتاحة لعدد من السنوات، أو أن يتم افتراض قيمة صفرية لهذه المعلومات الأخرى، ومن ثم فإن قيمة السهم تتحدد بالقيمة الدفترية مضافا إليها الربح الباقي، والمعادلة التالية.

أ. القيمة الدفترية:

لا يحتاج حساب القيمة الدفترية إلى افتراضات عديدة حيث تحسب بصورة مباشرة من قائمة المركز المالي في نهاية السنة المالية (t)بقسمة مجموع حق الملكية على عدد الأسهم. تعكس القيمة الدفترية، متأثرة بالفائض الصافي كما صوره النموذج، أثر المعلومات المحاسبية التاريخية على القيمة الحقيقية للمنشأة. وتتأثر القيمة الدفترية في ذلك التاريخ بالسياسات المحاسبية التي تم تطبيقها لقياس الدخل، وبالأرباح والخسائر غير المحققة التي تم تأجيل الاعتراف بها في قائمة الدخل وتم إقفالها في حق الملكية مثل مكاسب بعض الاستثمارات المالية، والعملات الأجنبية.

ب. الربح الباقي المتوقع:

يعكس هذا المتغير توقعات الربح في المستقبل. ويتأثر تقدير الربح الباقي للفترات، بالربح المتوقع لفترات القادمة، والقيمة الدفترية في تاريخ نهاية السنة المالية t وتكلفة الأموال r مشكلة تقدير الربح الباقي تكمن تقدير أرباح الفترات القادمة للمدى المناسب الذى لا يجعل النموذج غير ملائم، وفى عدم وجود طريقة محددة ومقبولة لحساب الربح المتوقع .بالنسبة لمدى التقدير الملائم، فبعض الدراسات اعتمدت على مدى من ثلاث سنوات ومعظمها اعتمد على

مدى من سنتين. سواء كان المدى الزمنى للتوقع سنتين أو ثلاث سنوات فإن السنة الأخيرة قد تعتبر مستمرة إلا مـــا لا نهايـــة أو يقتصر على مدى التقدير عن السنة الثانية أو السنة الثالثة .بالنسبة لطريقة حساب الربح المتوقع، هناك أكثر من أسلوب لتقديره منها ما يلي:

- ✔ استخدام أسلوب السلاسل الزمنية، الانحدار الذاتي، لحساب الربح المتوقع . استخدام الانحدار الذاتي يعتمد على تقدير الأربـاح المتوقعـة بمعلوميـة الأرباح الماضية وهنا تخدم المعلومات المحاسبية النموذج مرة أخرى، كما يساعد في حساب المعامل ω المســتخدم في النموذج ولكن الأسـلوب في حد ذاته يقابل بمشـاكل الديمومة، والارتداد.
- ✔ استخدام توقعات المحللين للفترات القادمة كبديل للانحدار الذاتي. هـذه التوقعات يفترض أنها بنيت على أسـاس كافة المعلومات المحاســبية التاريخية والمعلومات الأخرى، وبالتالي فإن استخدام هذه التنبؤات يساهم في حـل مشكلة المعلومات الأخرى. ويصاحب هذا الأسلوب مشاكل عديـــدة أهمهـــا عدم توفر مثل هذه التنبؤات، أو عدم الاتفاق عليها أن وجدت .
- ✔ استخدام الأرباح الماضية كما هي أو بتعديلها بمعدل نمو معين ويعتبر هذا التقدير حكمي أكثر منه يعتمد على أسلوب عملي يمكـــن تبريـــره. الســـند الوحيد وراء استخدام هذا الأسلوب هو أنه قد لا ينتج منـه فـروق عـن الأسلوبين السابقين تكون مؤثرة في النتائج.

2. المعلومات الأخرى:

يعتمد النموذج على المعلومات الأخرى التي لا تعكســها الأرقام المحاســبية المتاحة .هذه المعلومات هي مؤشرات عن جوانب اقتصادية معينـــة تـــرتبط بالشـــركة، أو الصناعة، أو الاقتصاد ككل وتؤثر في مستوى الأرباح المستقبلية. التعامـــل مـــع المعلومات الأخرى في النموذج يعتبر مشكلة كبيرة تواجه الباحثين عند تقدير القيمة الحقيقية للمنشأة. بصفة عامة اقتفاء أثر المعلومات الأخرى يتطلب الآتي:

أ. تحديد المعلومات الأخرى.

ب. تحديد أثرها على الربح.

ج. ربط أثر المعلومات الأخرى في شكل سلسلة زمنية للتنبؤ بتأثيرها على القيمة الحقيقي.

استخدام السلسة الزمنية لتحديد أثر المعلومات الأخرى يعتمد على التتابع الزمنى وهو ما سمى فى النموذج بديناميكية المعلومات، وينتج عنه المعامل الثابت φ أحد ثوابت النموذج .هناك أكثر من طريقة للتعامل بها مع المعلومات الأخرى منها:

- ✓ إهمال أثر المعلومات الأخرى، اتبعت بعض الدراسات هذا الأسلوب في التعامل مع النموذج. ومع هذا فإن إهمال هذه المعلومات هو قضية ميدانية ترتبط بأثر تلك المعلومات على القيمة. هذا يعنى أن إهمالها لابد أن يؤسس على عدم جدوى إدراجها في النموذج معنويا .
- ✓ تقدير أثر معين من خلال عوامل اقتصادية مرتبطة بالشركة وربطه في سياق سلسلة زمنية متصلة وتقدير ثابت السلسة الزمنية φ .
- ✓ استخدام تقديرات المحللين، حيث يفترض أنها تأخذ في الاعتبار كافة المعلومات المتاحة، وبالتالي فإن الفرق بين تقديرات المحللين والقيمة المتوقعة للأرباح من الانحدار الذاتي لها تقيس أثر المعلومات الأخرى. هذا هو الأسلوب الذي تبناه معظم الباحثين.

1. معاملات النموذج:

يمكن حساب معاملات النموذج من خلال الاعتماد على معاملات السلسلة الزمنية للربح الباقي والمعلومات الأخرى لعدد كافي من السنوات الماضية

هذا ومن الجدير بالذكر أن متغير المعلومات الأخرى المتعلقة بالسوق التي تأخذ توقعات المحللين في الاعتبار فإنها تعتمد على المتغير المذكور، أما في البلدان التي لم يوجد بها توقعات المحللين مثل الجزائر على سبيل المثال يتم استبعاد هذا المتغير عند احتساب القيمة الحقيقية لأسعار الأسهم.

$$a_1 = \frac{1+r}{(1+r-\omega)(1-r-\varphi)}$$

$$a_2 = \frac{\omega}{1+r-\omega}$$

حيث:

- r معدل تكلفة رأس المال.
- ω معامل الانحدار الذاتي للأرباح غير العادية.
- φ تمثل معامل الانحدار الذاتي للمعلومات الأخرى.

وبناء على ما سبق فإن الأخذ بهده المعلومات سوف يؤدي إلى احتساب القيمة الحقيقية للورقة المالية، باعتبارها معلومات مفيدة وأساسية في تحديد سعر تلك الورقة من خلال احتساب الفرق بين القيمة السوقية للسهم وبين القيمة الدفترية مضافا إليها قيمة تأثير الربح الباقي، عبر سلسلة تاريخية معينة.

IV. نموذج والتر:

سعى والتر من خلال هذا النموذج إلى تقديم إطار لتقييم الأسهم العادية، وذلك على أساس الافتراض بأن سياسة توزيع الأرباح تتجه من خلال الغاية أو الهدف إلى تعظيم ثروة مالكي الأسهم العادية من خلال اعتمادها على العلاقة بين احتجاز الأرباح وإعادة استثمارها في مشاريع مستقبلية، وبين درجة المخاطرة ومعدل العائد المطلوب، وبذلك يكون هذا النموذج قد ركز على الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة، في ظل وجود عاملين مهمين في تحديد القيمة الحقيقية للأسهم والتي يمكن تحديدها من خلال المعادلة التالية:

$$p = \frac{eps}{r_s} + \frac{ra - r_s}{r_s}(eps - D_0)$$

حيث أن:

p: سعر السهم الحقيقي.

r_s: معدل الخصم (معدل العائد المطلوب).

D_0: التوزيعات النقدية للسنة السابقة.

ra: الفرق بين معدل العائد على الأرباح المحتجزة ومعدل النمو.

eps: نصيب السهم الواحد من الأرباح.

مثال:

أراد مستثمر الاستثمار في سهم معين وكانت لديه المعلومات التالية:

- r_s: 14%
- D_0: 4دج
- ra: 16%
- eps: 05دج

$$p = \frac{eps}{r_s} + \frac{ra - r_s}{r_s}(eps - D_0)$$

$$p = \frac{5}{0.14} + \frac{0.16 - 0.14}{0.14}(05 - 04) = 35.85$$

V. نموذج التأكد المعادل :

يشير هذا النموذج إلى أن القيمة الحقيقية للسهم العادي تكون مساوية للقيمة المخصومة لربحية السهم الواحد بمعدل عائد خالي من المخاطرة معدلا بمعامل الخصم الذي يأخذ في الحسبان معدل العائد المطلوب والخالي من المخاطرة، وبذلك يمكن قياس القيمة الحقيقية للسهم وفقا لهذا النموذج من خلال المعادلة التالية :

$$p = \frac{eps}{r_f}(1 + \frac{r_f}{1 + r_s})$$

حيث أن:

p: سعر السهم الحقيقي.

r_s: معدل الخصم (معدل العائد المطلوب).

eps: نصيب السهم الواحد من الأرباح.

${r_f}_t$: معدل العائد الخالي من الخطر.

مثال:

أراد مستثمر الاستثمار في سهم معين وكانت لديه المعلومات التالية:

- %14 =r_s
- 5 =eps
- %9=r_f

$$p = \frac{05}{0.09}\left(1 + \frac{0.09}{1 + 0.14}\right) = 59.94$$

VI. نموذج تقييم الأرباح نموذج Modikliani & Miller :

نموذج تقييم الأرباح هو نموذج آخر لتقييم الأسـهم العادية وذلك على أسـاس ربحيته، حيث تحتسـب أرباح السـهم الواحد من خلال قسـمة الأرباح المتحققة على عدد الأسـهم المصدرة، فان تقييم السهم على أساس هذا النموذج هي إن الأرباح المتحققة من حق أصحاب الأسـهم، فلا بد أن يكون تقييم السـهم على أسـاس ربحيته المسـتقبلية وليس توزيعاته، ومن خلال المعادلة التالية نعرض فكرة تقييم السهم العادي بالاستناد إلى الأرباح:

$$P = \sum_{t=1}^{n} \frac{E_t - I_t}{(1 + r_s)^t}$$

حيث إن :

P: قيمة السهم الحقيقية

Et ربحية السهم المتوقعة في نهاية الفترة t من الاستثمارات الجديدة

It الأرباح المحتفظ بها (المحتجزة) في الفترة t لاستثمارات الوحدة المستقبلية

rs معدل الخصم (معدل العائد المطلوب)

مثال:

أراد مستثمر الاستثمار في سهم معين وكانت لديه المعلومات التالية:

E_t =12.52مليون دج

I_t = 3 مليون دج

r_s = 14%

$$P = \sum_{t=1}^{n} \frac{E_t - I_t}{(1 + r_s)^t}$$

$$P = \sum_{t=1}^{n} \frac{12.52 - 3}{(1 + 0.14)^1} = 8.35$$

VII. نموذج التدفق النقدي:

يقوم هذا النموذج على أسـاس إن الثروة المتأتية من أصـل تتجسـد في التدفقات النقدية المتأنية من هذا الأصل، حيث يلجأ الكثير من المحللين الماليين للتدفقات النقدية على إنها تتمثل في التكاليف غير النقدية كمخصـص الاندثار وتكاليف الديون المشـكوك بها وصـافي الربح بعد الضريبة أو ربحية السـهم، ويظهر نموذج تقييم السـهم العادي على أساس التدفقات النقدية من خلال المعادلة التالية:

$$P = \sum_{t=1}^{n} \frac{C_t}{(1 + r_s)^t}$$

حيث إن:

Ct تمثل الفرق بين التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة

rs معدل الخصم (معدل العائد المطلوب)

مثال:

أراد مستثمر الاستثمار في سهم معين وكانت لديه المعلومات التالية:

Ct =12.52مليون دج

$\%14 = r_s$

$$P = \sum_{t=1}^{n} \frac{C_t}{(1 + r_s)^t}$$

$$P = \sum_{t=1}^{n} \frac{12.52}{(1 + 0.14)^1} = 10.982$$

VIII. نموذج ليرنر وكالتون :

يبين هذا النموذج العلاقة المهمة بين العلاقة الحقيقية للسهم العادي وقيمته الدفترية، فعندما يكون معدل العائد على الاستثمار في صيغة القيمة الدفترية أقل من معدل العائد المطلوب على السهم العادي فإن القيمة الحقيقية تنخفض لمستوى أقل من معدل العائد المطلوب على السهم العادي فإن القيمة الحقيقية للسهم في هذه الحالة تكون أكبر من القيمة الدفترية، وتتوازن القيمة الحقيقية عندما يتساوى معدل العائد على الاستثمار، وبناء على هذا النموذج ليس هناك ضرورة لأن تكون القيمة الحقيقية للسهم والقيمة الدفترية متماثلتين في بيئة دائمة التغير، بالإضافة إلى ذلك فإن هذا النموذج يدل على استراتيجية تخص سياسة توزيع الأرباح والتي تهدف إلى تعظيم القيمة الحقيقية للأسهم، إضافة إلى سعر السهم السوقي، حيث تقوم هذه الاستراتيجية على مبدأ تخفيض الأرباح الموزعة لمالكين الأسهم في حالة كان معدل العائد على الاستثمار أكبر من معدل العائد المطلوب، والعكس صحيح ويمكن توضيح النموذج من خلال المعادلة التالية:

$$v = \frac{(1 - b)rBV}{r_s - rb}$$

حيث أن:

v: القيمة الحقيقية للسهم.

b : نسبة احتجاز الأرباح في المنشأة.

r: معدل العائد على الاستثمار في صيغة القيمة الدفترية للسهم العادي.

$(1-b)$: توزيعات الأرباح النقدية للسهم العادي.

r_s: معدل الخصم (معدل العائد المطلوب).

rb: معدل نمو الأرباح للسهم العادي وتوزيعات الأرباح للسهم.

BV: القيمة الدفترية.

مثال:

أراد مستثمر الاستثمار في سهم معين وكانت لديه المعلومات التالية:

- b : %20
- r: %18
- $(1-b)$: %80
- r_s: %14
- rb: 10%
- BV: 18دج

$$v = \frac{0.8 * 0.06 * 18}{0.14 - 0.1} = 21,6$$

IX. نموذج مضاعف الربحية:

يعرف بنسبة السعر الجاري للسهم في السوق إلى ربحيته، فإذا كانت نسبة سعر السهم إلى ربحيته تساوي (10) هذا يعني أن السهم يباع في السوق المالي بعشرة أضعاف ربحيته، وتكون نسبة سعر السهم إلى ربحيته عالية في الشركات التي تنمو بمعدلات مرتفعة، ويرجع

السـبب في ذلك إلى أن توزيعات المسـتثمرين في الأسـواق المالية تتجه نحو النمو السريـع في الأرباح المستقبلية للشركة وفي الأرباح الموزعة، هذا من شأنه أن يؤدي إلى الإقبال على شراء السهم، وبالتالي يرتفع سعره في السوق، وأيضا تنخفض نسبة سعر السهم إلى ربحيته عادة بانخفاض معدل نمو الشركة، فتكون النسـبة صغيرة للشركات ذات النمو العادي وأصغر للشركات التي تتراجع، والسبب يعود إلى أن معدلات النمو المستقبلي الصغيرة تنعكس بتخفيض سعر السهم وفي الواقع العملي يتم إيجاد المضاعف الطبيعي، من خلال إيجاد العلاقة التاريخية بين مضاعف ربحية السهم ومضاعف ربحية أحد مؤشرات أسعار السوق مثل مؤشر ستاندر آند بور، وإذا ما تفهم المحلل أبعاد تلك العلاقة عندئذ يمكنه بسهولة تقدير قيمة مضاعف الربحية في المستقبل، إذ لا يتطلب ذلك سوى الحصول على معلومات بشأن مضاعف الربحية للمؤشر في المستقبل، والذي عادة ما تنشره المؤسسة المصدرة لذلك المؤشر، مما سبق يتضح أن تقدير القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم، يصبح لزاما على المستثمر تقدير الربحية المستقبلية للسهم، وهذا يقتضي أن يكون مفهوم الربحية واضحا لديه. وبذلك يمكن حساب قيمة السهم الحقيقية بناء على النموذج المذكور والمطور من قبل ويلمس وفايندلي (Williams and Findlay) من خلال المعادلة التالية:

$$P = \sum_{t=0}^{n} \frac{(m)(eps)}{(1 + r_s)^n}$$

حيث أن:

p: سعر السهم الحقيقي.

r_s: معدل الخصم (معدل العائد المطلوب).

eps: نصيب السهم الواحد من الأرباح.

m: مضاعف الربحية.

وتحسب m من خلال المعادلة التالية:

$$m = \frac{\text{قيمة السهم في السوق}}{eps\text{ربحية السهم في السوق}} * 2$$

$$\text{ربحية السهم في السوق } \boldsymbol{eps} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{عدد الاسهم}}$$

مثال:

إذا كانت لديك المعلومات التالية:

قيمة السهم في السوق= 1.27

ربحية لاسهم في السوق=0.1322

معدل العائد المطلوب 14.61%

المطلوب إيجاد القيم العادلة الحقيقية للسهم من خلال مضاعف الربحية

$$P = \sum_{t=0}^{n} \frac{(m)(eps)}{(1 + r_s)^n}$$

$$m = \frac{\text{قيمة السهم في السوق}}{eps\text{ربحية السهم في السوق}} * 2$$

$$m = \frac{1.27}{0.1322} * 2 = 19.21$$

$$P = \frac{19.21 * 0.1322}{(1 + 0.1461)^1} = 2.216da$$

نلاحظ أن القيم العادلة أكبر من القيم السوقية .

X. نموذج الاسعار:

يقيس هذا النموذج العلاقة بين قيمة السهم السوقية والقيمة الدفترية للسهم وربحيته، وذلك من خلال التعرف على معامل انحدار القيمة السوقية (كمتغير تابع) والقيمة الدفترية للسهم وربحيته (كمتغيرات مستقلة)، ويتم حساب قيمة السهم الحقيقية وفقا لهذا النموذج من خلال المعادلة التالية:

$$P_{it} = a_0 + a_1 BVPS_{it} + a_2 EPS_{it} + Y$$

حيث أن:

P_{it}: القيمة الحقيقية للسهم في نهاية السنة المالية t.

$BVPS_{it}$: القيمة الدفترية للسهم I في السنة المالية t، وتم حساب هذا المتغير بقسمة حقوق المساهمين العادية على متوسط عدد الأسهم العادية في نهاية السنة المالية.

EPS_{it}: ربحية السهم I في السنة المالية t وتم حساب هذا المتغير بقسمة صافي الدخل قبل البنود غير العادية بعد خصم نصيب الأسهم الممتازة في الأرباح على متوسط عدد الأسهم في نهاية السنة.

a_0, a_1, a_2: معاملات النموذج.

مما سبق يتبين أنه يمكن الاستفادة من تلك النماذج في تحديد معدل الخصم، خاصة أنها تعتمد على متغيرات عديدة ومختلفة.

XI. نموذج تقييم الأسهم الممتازة:

تقييم الأسهم الممتازة لا تثير عملية تقييم الأسهم الممتازة أي إشكالات تحليلية عند عملية حسابها مثل الأسهم العادية ويرجع السبب في ذلك كون الأسهم الممتازة تحصل على توزيعات

أرباح ثابتة ومتفق عليها ولأجل غير محدد في المستقبل مما يسهل عملية خصم التدفق النقدي لتوزيعات الأرباح المقررة للسهم الممتاز .إن الخاصية السابقة تجعل الأسهم الممتازة قريبة جدا من السندات إلا أنها أكثر خطرا منها لأن أصحاب الأسهم الممتازة لا يحصلون على حقهم من الأرباح إلا بعد تغطية فوائد السندات الأمر الذي يجعل معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين بالأسهم الممتازة أكبر من معدل الفائدة على السندات وأقل من معدل العائد المطلوب من قبل حملة الأسهم المادية .وفق هذا الإطار فإن معدل العائد المطلوب من قبل حملة الأسهم الممتازة والذي يمثل معدل الخصم سوف يحدد بمقدار المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم الممتازة عندما تتخلف إدارة المؤسسة عن دفع الأرباح المقررة لهم، وهكذا يستطيع المستثمر أن يقدر هذا العائد المطلوب مقارنة مع استثمارات أخرى مماثلة ولذلك فإن معادلة قيمة السهم الممتاز هي :

$$P = \frac{D_t}{r_s}$$

حيث:

D_t :التوزيع السنوي، r_s : معدل الخصم.

جدول رقم (02) : يبين ملخص لنماذج تقييم أسعار الأسهم.

النموذج	المعادلة
نموذج خصم التوزيعات النقدية	
أ. حالة التوزيعات الثابتة	$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r_s)^t}$
ب. حالة التوزيعات ذات النمو الثابت	$P = \frac{D_0(1+g)}{r_s - g}$
ت. حالة التوزيعات التي تنمو بمعدل غير ثابت	$P = \sum_{t=1}^{n} \frac{D_t}{(1+r_s)^t} + \frac{\hat{p}_n}{(1+r_s)^n}$
نموذج خصم التدفقات النقدية	
أ. حالة التدفقات النقدية وفقا لقيمة الشركة ككل	$V_f = \frac{FCFF_t}{WACC - g}$
ب. حالة التدفقات النقدية وفقا لقيمة حقوق الملكية	$V_s = \frac{FCFF_t}{r_s - g}$
3- نموذج التقييم المحاسبي	$P_t = b_t + a_1 x_t^a + a_2 v_t$
4- نموذج والتر	$p = \frac{eps}{r_s} + \frac{ra - r_s}{r_s}(eps - D_0)$
5- نموذج التأكد المعادل	$p = \frac{eps}{r_f}(1 + \frac{r_f}{1+r_s})$
6- نموذج ليرنر وكارلتون	$v = \frac{(1-b)rBV}{r_s - rb}$
7- نموذج مضاعف الربحية	$P = \sum_{t=0}^{n} \frac{(m)(eps)}{(1+r_s)^n}$
8- نموذج الأسعار	$P_{it} = a_0 + a_1 BVPS_{it} + a_2 EPS_{it} + Y$
9- نموذج تقييم الأسهم الممتازة	$P = \frac{D_t}{r_s}$

المحـــور الخامس :
نماذج تقييم السندات

تمهيـد :

تعتبر السـندات إحدى الأوراق المالية المتداولة بكثرة للمزايا التي تمتلكها من مرونة في التداول وسـهولة في تحديد قيمتها إضـافة الى الفوائد الدورية وأولية التصـفية، هذه المزايا جعلت منها أداة مهمة من أدوات السوق.

أولا: مفاهيم عامة حول السندات

نقدم في هذا العنصر مفاهيم تسهل لنا فهم هذه الاداة

I. تعريف السندات :

جاء تعريف السـند على لسـان الاقتصـاديين وفق عدة صـيغ منها نصـيغ منها التعريف التالي:

" أن السـند هو أداة مالية تعبر عن قرض ممثل في أوراق مالية متسـاوية القيمة، قابلة للتداول تمثل دينا على مصـدرها وحقًا لمالكها في الحصـول على دفعات مالية محددة (في الزمن والقيمة) وله في نهاية المدة الحصول على قيمة القرض."

II. الخلفية التاريخية للسند :

إن تاريخ السندات قديم، ولكن مرحلة أو تاريخ ظهورها الواسع كان في القرن السادس عشر حين أخذت الحكومة تقترض من الجماهير ولجأت الشركات إلى الاقتراض عن طريق إصـدار السـندات وكانت الخطوة الأولى والهامة في تسـهيل التعامل بسـندات القرض عندما أصدر (وليم الثالث) في عام 1693م قرارًا حول سندات القرض ومنح فيها مالك صك القرض الحق في التنـازل عنـه لأي شخص يرغـب في شرائـه، وهكـذا نشـأت الخطوة الأولى لتحقيق سيولة الاستثمارات بإقرار حوالة الحق في صك الاستثمار.

III. خصائص السندات :

تتميز السندات بخصائص عامة وخصائص منفردة يمكن ذكرها كما يلي:

1. **خصائص عامة:**

أ. **السند أداة دين:**

يترتب على مصدر السند دفع مستحقات (المستحقات الدورية+ رأس المال في نهاية المدة) هذا السند لصاحبه، وللسند الأولوية عن حامل السهم في استيفاء حقوقه سواء من أرباح الشركة أو من
أصولها في حالة الإفلاس أو التصفية. [1]

ب. **السند أداة استثمارية ثابتة الأصل:**

حيث إن لحامل السند الحق في الحصول على فائدة محددة أيا كانت نتيجة أعمال الشركة، وفي حالة توقف الشركة عن سداد هذه الفوائد له الحق في اتخاذ الإجراءات القانونية.[2]

ج.قابلية التداول:

يعتبر السند أداة مالية قابلة للتداول بالطرائق التجارية كالتظهير والمناولة، في حالة عدم وجود السوق المالية وفي حال وجودها يجب قيد السند في السوق الأولية مثله مثل الأسهم حتى يستفيد من الامتيازات في التسجيل في البورصة. [3]

د. الاستحقاق:

تُستحق السندات بحلول أجل محدود مسبقا، ويذكر ذلك في شهادة السند وهذا على خلاف الأسهم. [4]

2. **الخصائص المنفردة :**

أ. **قابلية الاستدعاء:**

وبموجب هذه الخاصية يمكن للجهة المصدرة للسند استدعاء السند قبل تاريخ استحقاقه، وذلك إما بتضمن الاتفاقية بندا ينص على ذلك (مثل على انه لا يسترد هذا السند إلا بعد مدة معينة) وإما بتحديده مستقبلا، مع تنبيهه إلى ذلك قبل فترة معينة مثل شهر

---

[1] محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ،ص(221).

[2] صلاح السيد جودة، مرجع سبق ذكره، ص (181).

[3] سماري ابتسام، مرجع سبق ذكره، ص(45) .

[4] أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلامة، مرجع سبق ذكره ، ص (87).

واحد، وفي كل الحالات سيفقد حامله (السند) أي عوائد مستقبلية كان سيجنيها من ارتفاع قيمة السند، أو أي تغير ايجابي قد يحدث. [1]

ب.قابلية التحويل إلى أسهم عادية :

وهذه الخاصية تسمح لحامل السندات بالاستفادة من فروقات العوائد والامتيازات التي يمكن أن يحصلوا عليها من عملية التحويل هذه ، وهذا يعود ببعض الفوائد على الجهات المصدرة أيضا، حيث إن قابلية تحويل السندات إلى أسهم تحفز المستثمرين على شرائها مما يزيد من حجم الطلب عليها، ومن جهة أخرى إن عملية التحويل ستقلل من مدفوعات الفوائد المستحقة لحاملي السندات المعنية [2]،ويترتب على تحويل تلك الأوراق زيادة في عدد الأسهم العادية، مما يعرض الملاك القدامى (حملة الأسهم العادية الأصلية) لمخاطر انخفاض الربحية والقيمة السوقية للأسهم العادية التي يمتلكونها . [3]

ج. خاصية الإطفاء:

إذ تلجأ بعض الشركات إلى تخصيص صناديق خاصة تسمى صناديق الإطفاء تخصص لها مبالغ دورية لإطفاء السندات، وذلك من أجل تحفيز المشترين باستعدادها لتسديد جزء من قيم السندات المعينة سنويا وقبل الموعد النهائي لإطفاء القيمة الكلية [4]، وتحمل مع هذه الخاصية نقصًا في الفائدة التي كانت تقدم لأصحاب هذه السندات لنقص قيمة الاسمية للسند وتحمل معها أيضا ضمانًا للمشترين باسترداد أجزاء وازدياد ثقتهم في الإدارة.

IV. تصنيف السندات:

يُعتبر حامل السند دائن المصدر، وبالتالي يتمتع بالأولوية في الحصول على الأصول قبل المساهم لدى صرف عائدات التصفية أو إعادة هيكلة المصدر، وفي حال التخلف الناتج من الإفلاس سيحدّد نوع السند الذي بحوزتك وضعك المالي.

يُقاس خطر الائتمان بتصنيف الجودة الائتمانية للمصدر بواسطة وكالات التصنيف التجارية. ويساعد نظام تصنيف السندات المستثمر في تحديد خطر الشركة الائتماني. ويشرح

[1] محمد عوض عبد الجواد وعلى إبراهيم الشديفات، مرجع سبق ذكره، ص(108).

[2] هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره ، ص(111).

[3] ضياء مجيد الموسوي، مرجع سبق ذكره ، ص(48).

[4] أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلامة، مرجع سبق ذكره، ص(89).

الجدول أدناه درجات تصنيف السندات لدى وكالات التصنيف الرئيسية في الولايات المتحدة الأميركية: موديز، وستاندرد أند بورز وفيتش.

جدول رقم (03) : درجات تصنيف السندات لدى وكالات التصنيف الرئيسية في الولايات المتحدة الأمريكية.

الوصف	الدرجة	ستاندر اند بورز S & P	موديز Moody's	فيتش Fitch
الأكثر امانا	استثمارية	AAA	Aaa	AAA
جدارة إئتمانية عالية		AA+	Aa1	AA+
		AA	Aa2	AA
		AA-	Aa3	AA-
جدارة إئتمانية متوسطة إلى عالية		A+	A1	A+
		A	A2	A
		A-	A3	A-
جدارة إئتمانية متوسطة إلى أقل من متوسطة		BBB+	Baa1	BBB+
		BBB	Baa2	BBB
		BBB-	Baa3	BBB-
متدنية الجودة (غير استثمارية)	غير استثمارية (مضاربة)	BB+	Ba1	BB+
		BB	Ba2	BB

BB-	Ba3	BB-		
B+	B1	B+		
B	B2	B		**مخاطرة**
B-	B3	B-		
CCC+	Caa1	CCC		
CCC	Caa2			**مخاطرة عالية**
CCC-	Caa3			
	CA			
	C			
		DDD		**متعثرة**
		DD		
D		D		

المصدر:

مداني أحمد،: دور وكالات التصنيف الائتماني في صناعة الأزمات في الاسواق المالية ومتطلبات إصلاحها، مجلة الاكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، جامعة الشلف-الجزائر- العدد العاشر ، جوان2013،ص( )55.

من الناحية العملية، لا يُصاب بالإعسار إلا نسبة قليلة من مصدري السندات، لكن ما يُقلق المستثمر أكثر هو تغيّر التصنيف الائتماني وما يستتبع ذلك من أثر مباشر على سعر الديون الجديدة أو القائمة للمصدر من الناحية الأساسية، في حال تراجع التصنيف الائتماني

للمصـــدر، يتراجع ســـعر ســـنداته، مما قد يلحق خســـائر مالية كبيرة بحملة الســـندات الذين سيرغبون في بيعها قبل موعد الاستحقاق.

❖ **ملاحظات :**

- ✓ في حال انخفاض التصـنيف الائتماني للشـركة ما دون درجة معيّنة، تتغيّر الدرجة من نوعية اسـتثمارية إلى نوعية متدنية الجودة. وبالنظر إلى أن السـندات العالية المخاطرة خطيرة جداً، يتعيّن عليها إتاحة عائدات أعلى من ســندات الدين الأخرى، وهنا تبرز نقطة مهمة: ليســت جميع الســندات بطبيعتها أكثر أماناً من الأسـهم، فقد تضاهي بعض أنواع السندات من حيث الخطورة الأسهم، هذا إن لم تتجاوزها من حيث الخطورة.
- ✓ سـعر وعائد السـند في علاقة عكسـية، في حال ارتفاع أسـعار الفائدة، تتراجع أسـعار السندات في السوق، وبالتالي يرتفع العائد على السندات الأقدم فتصبح مطابقة للســـندات الأحدث التي يتم إصـــدارها بســـعر فائدة أعلى. وفي حال انخفاض أسـعار الفائدة، ترتفع أسـعار السـندات في السـوق، وبالتالي ينخفض العائد على الســـندات الأقدم فتصـــبح مطابقة للســـندات الأحدث التي يتم إصدارها بسعر فائدة أدنى.

مثال:

لنفترض أنك اشـتريت سـنداً بأجل اسـتحقاق مدته 5 سـنوات، وبقسـيمة/فائدة تبلغ 5%، وبقيمة إسمية مســتثمراً 1000دج. وبالتالي تبلغ قيمة ســندك تحديداً الســعر الذي دفعتَه لشرائه. كما ستتقاضى فائدة سنوية قدرها 50دج (1000*0.5=50دج)، زائد العائد على القيمة الأصـلية بتاريخ الاسـتحقاق، لكن القيمة السـوقية لسـندكَ سـتتقلّب بعد شرائك للسـند تبعاً لصعود أو هبوط أسعار الفائدة.

1. لنفترض بأن أسعار الفائدة قد ارتفعت إلى 7%. وبما أنه يتم إصدار السندات الجديدة الآن بقسيمة تبلغ 7%، لم يعد يساوي سندك بقسيمة/فائدة 5% ما كان يساويه لدى شرائك له سيصبح يساوي 915.83دج.

في حال تمكّن المستثمر من توظيف الــ 1000دج وشراء سهم بسعر فائدة أعلى، لماذا سيدفع 1000دج لقاء سندك بسعر فائدة أدنى؟ في هذه الحال، ستكون قيمة سندك أقل من 1000دج. وبالتالي، سيتم التداول بسندك بخصم.

2. في حال انخفضت أسعار الفائدة بعد شرائك للسند، سترتفع قيمة سندك لأن المستثمر لن يتمكن من شراء سند صادر حديثاً بقسيمة توازي قسيمة سندك. وفي هذه الحال، ستتجاوز قيمة سندك الـــ 1000دج، وبالتالي سيتم تداوله بعلاوة. نستنتج هو أن القيمة السوقية للســند ستتقلّب تبعاً لصعود أو هبوط أسعار الفائدة، مثلا سعر الفائدة السوقي هو 3 %سيصبح القيمة السوقية للسند: 1092.75دج.

V. أنواع السندات :

تختلف أنواع السندات وتتنوع حسب معاير مختلفة بحيث تصب تحت كل معيار أنواع سنحاول توضيحها:

1. من حيث جهات الإصدار:

وهي التي ينظر إليها من زاوية جهة الإصدار :

أ. سندات الهيئات الدولية والإقليمية:

ويصـــدر هـذا النوع من طرف هيئـات دوليـة كالبنـك الدولي للإنشـــاء والتعمير، والمؤسسـات الإقليمية بنك التنمية الأوربي أو بنك التنمية الأسيوي، وتستخدم هذه الأموال المقترضة في تمويل مشاريعها.

ب.السندات الحكومية:

وهي سندات تصدر عن الحكومة، وغالبا ما يكون المصرف المركزي أو الخزانة (وزارة المالية) هي جهة الإصدار للسندات الحكومية، وتهدف الحكومة من وراء ذلك الإصدار إلى تمويل احتياجاتها الجارية أو من أجل التأثير على السوق النقدية بامتصاص السيولة [1]، وهي تنقسم حسب إصدارها إلى:

---

[1] محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص (112) .

❖ **سـنـدات الحكومة المركزية**: وتصـدر من قبل حكومة البلد المعني، وعادة تتولى وزارة المالية هذه الإصـدارات ويقوم البنك المركزي بتسـويقها ويمكن أن تكون وفق الصـيغ التالية: [1]

➢ **السـندات الادخارية:** وهي سـندات غير قابلة للتداول بالبيع أو بالشراء أو بالتنازل، كما لا يجوز لحاملها رهنها لصالح الغير وتشترى تلك السندات من وزارة المالية فقط وهو المكان الوحيد الذي يلجأ إليه حملتها لاسـترداد قيمتها، ومن الطبيعي أن ينخفض عائدها كلما رغب المستثمر (حاملها) استعادة أمواله قبل بلوغ الاستحقاق.

➢ **سندات الخزانة:** وتمثل استثمارًا متوسطًا وطويل الأجل، إذ يتراوح تاريخ استحقاقها ما بين سبع إلى ثلاثين سـنة (7 إلى 30 سـنة) وهي قابلة للتداول، وتنشر المعلومات التابعة لها في الصحف.

➢ **صكوك المديونية:** وهي سـندات تصدرها الحكومة بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازنتها. [2]

➢ **شهادات الاستثمار:** وهي سندات تصدرها البنوك لصالح الحكومة وهي ثلاثة أنواع: [3]

- **مجموعة (أ):** وهي سـندات مدتها عشر سـنوات، ولا تسترد القيمة ولا الفوائد إلا بعد انتهاء المدة حيث يحصل صاحب السـند على القيمة الاسمية مضاف عليها ما تراكم من فوائد بالنسبة المتفق عليها في نهاية المدة.
- **مجموعة (ب):** وهي سـندات تعطي لصاحبها الفوائد المحققة من الشـهادة كل سنة أو ستة أشهر حسب شروط الإصدار، وتسترد قيمة السند في نهاية المدة.
- **مجموعة (ج):** وهي شـهادات ذات جوائز، تجرى عليها عملية السـحب الدورية بإعطاء جوائز للشـهادات الفائزة اعتمادا على اليانصيب ولا يترتب عليها فوائد ثابتة لحاملها.

---

[1] منير إبراهيم هندى، مرجع سبق ذكره، ص (43- 47).

[2] عوض عبد الجواد وعلي إبراهيم الشديفات، مرجع سبق ذكره، ص(123).

[3] أحمد بن محمد الخليل، مرجع سبق ذكره، ص (82).

❖ **سندات الحكومة المحلية والمؤسسات أو الدوائر الرسمية (القطاعية أو الإقليمية) :**

وتصدر عادة لأغراض استثمارية بحتة وخاصة في مشروعات البنية التحتية داخل الحدود الجغرافية، وهي شبيهة بسندات الحكومة السابقة. [1]

❖ **سندات تصدرها الجامعات والمدارس والمستشفيات التي تأخذ طابع الخدمات الاجتماعية العامة:**

ومثل هذه السندات فوائدها معفية من الضريبة ودرجتها الائتمانية تتسم بالأمان. [2]

➢ **سندات الشركات:** وهي التي تصدرها المؤسسات العامة والخاصة التي تكون في حاجة إلى قروض، ولا تستطيع الزيادة في رأس المال عن طريق الأسهم، أو أن تكلفة إصدار السندات أقل من تكلفة إصدار الأسهم وتنقسم بدورها إلى:

✓ **سندات عالية المردودية:** تمتاز بمردود عالٍ، وذلك لأن مصدر السندات جهة ذات ملاءة ممتازة ودرجة تصنيفها عالية ومخاطرها قليلة وسريعة النمو، وهي بذلك قادرة على تحقيق الأرباح. [3]

✓ **سندات رديئة منخفضة الجودة:** ويتم إصدار هذه السندات لمساعدة أعضاء مجلس الإدارة على امتلاك حصة كبيرة في رأس مال الشركة عن طريق إصدار تلك السندات وتستخدم حصيلتها في شراء الأسهم المتداولة للشركة. [4]

2. من حيث قيمة الإصدار:

وهي على نوعين: [5]

أ. سندات تصدر بقيمتها الاسمية:

وهي سندات تصدر بقيمة اسمية محددة، يدفعها المكتتبين وتعود عليهم بفائدة دورية وفي يوم الاستحقاق تعاد إليهم قيمتها الاسمية المدفوعة.

---

[1] هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص(117).

[2] أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلامة، مرجع سبق ذكره، ص(99).

[3] ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص(219).

[4] محمد صالح الحناوي وجلال إبراهيم العابد، مرجع سبق ذكره، ص(49) .

[5] ضياء مجيد الموسوي، مرجع سابق، ص(34).

ب.سندات تصدر بأقل من قيمتها:

وهي سندات تصدر من أجل جلب أكبر عدد من المستثمرين لها، حيث إنهم يدفعون أقل من قيمتها الاسمية ويحصلون على الفوائد اعتمادا على قيمته الاسمية، ويوم الاستحقاق يحصلون على القيمة الاسمية للسند وليس على ما تم دفعه، مع أن تكون أسعار فائدة هذا النوع من السندات منخفضة بالمقارنة مع النوع الأول.

3. من حيث تاريخ الاستحقاق:

في غالب الأحيان يكون تاريخ الوفاء مذكورًا في نشرة السند على اختلاف أنواعه، وهي بالأقسام التالية:

أ. السندات ذات التاريخ المحدد:

وهي السندات المنصوص في نشرة إصدارها على لزوم استحقاقها في تاريخ واحد ومعين، ولا يستطيع حاملها إرجاعها قبل هذا التاريخ. [1]

ب.سندات السلسلة:

وفي هذه الحالة تقوم الشركة بتحديد تواريخ الاستحقاق وفق ترتيب معين يمكنها من القيام بسداد عدد معين من السندات كل عام حتى تنتهي من سداد كل السندات. [2]

ج. سندات ذات التسديد التدريجي:

ويتم الاتفاق على لزوم الوفاء بها وفق جدول زمني (دفعات تحدد زمنيا) يتضمن تواريخ استحقاق متسلسلة حتى الاستحقاق النهائي. [3]

د. السندات القابلة للاستدعاء أو الإطفاء:

وهي السندات المشمولة بشرط الاستدعاء، وهو رد قيمتها قبل موعد استحقاقها عن طريق استدعاء السند [4]، ويمكن أن يكون الاستدعاء عن طريق القرعة أو عن طريق ترقيمها

---

[1] مبارك بن سليمان، مرجع سبق ذكره ، ص(1/ 204).

[2] - سعد عبد الحميد مطاوع، مرجع سبق ذكره، ص(227).

[3] فليح حسن خلف، مرجع سبق ذكره، ص(185).

[4] أحمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص(227).

وتستحق بقيمتها الاسمية بالإضافة إلى علاوة وتسمى بعلاوة الإصدار، وتتناقص هذه العلاوة بطول مدة الاستحقاق. [1]

هـ. السندات القابلة للتحويل:

وهي السندات التي تخول لصاحبها في تاريخ أو تواريخ محددة آجلة حق تحويلها إلى أسهم عادية خاصة بالمصدر نفسه بسعر تحويل محدد مسبقا [2]، حيث يتحول حامل السند من دائن للشركة إلى شريك مساهم، أما إذا لم يرغب في التحويل فيكون من حقه استرداد قيمتها اسمية في تاريخ الاستحقاق.

و. السندات القابلة للتمديد:

فهذه السندات تسمح لحاملها باستحقاقها في تاريخ محدد أو الاستمرار بالاحتفاظ بها حتى تاريخ استحقاق لسنوات قادمة وبنفس سعر الفائدة [3]، حيث تكون هذه التواريخ المستقبلية محددة في نشرة السند.

ز. السندات القابلة للشراء:

وهي السندات التي يتعهد مصدرها عند إصدارها بشراء عدد معين منها إذا تم تداولها في السوق بأقل من سعر معين خلال فترة زمنية معينة، وغالبا ما تكون القيمة المحددة هي القيمة الاسمية. [4]

ح. سندات تخول لحاملها الحق في استرداد قيمتها بإرادته المطلقة:

ليس لهذه السندات تاريخ محدد للاستهلاك، والأمر هنا يكون رهنا بمشيئة المقرض، فيرد قيمة السند وقت ما يشاء [5]، ولا يعطى هذا الحق إلا بعد مرور مدة معينة وتكون محددة مسبقا.

[1] زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص(64).

[2] برايان كويل: نظرة عامة على الأسواق المالية، إعداد قسم الترجمة بدار الفاروق، دار الفاروق للنشر والتوزيع، الطبعة العربية الأولى - مصر- 2006، ص(35).

[3] ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص(218) .

[4] حسين بن هاني، مرجع سبق ذكره، ص(161).

[5] أحمد بن محمد الخليل، مرجع سبق ذكره، ص(89).

ط.السندات المسترجعة:

حيث يعطى الحق في اســـترجاع قيمتها الاسمية خلال محطات زمنية معينة مثلاً كل 6 ســنوات، فتقوم الشركة في كل محطة بتغيير الشروط وتحسينها فإذا قبل صاحب السند زاد إلى المحطة التالية وإذا رفض استرجع قيمة السند الاسمية. [1]

4. من حيث العائد:

ويكون المقياس هنا هو العائد أو الدخل:

أ. السندات بفائدة ثابتة:

وهي السندات العادية تكون عوائدها مقدرة بنسبة ثابتة ومحددة من قيمة السند.

ب.سندات بفائدة متغيرة أو معومة:

وهذا النوع تم اســتحداثه في نهاية الثمانينات لمواجهة موجة التضـخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة مما يترتب عليه انخفاض القيمة الســوقية للســـند [2]، وهي ســـندات يحق لحاملها الحصول على فوائد متغيرة وفقا لمعدلات الفائدة السائدة في السوق، حيث تميز هذه السندات بإعادة النظر في معدل الفائدة كل ســتة 6 أشـهر [3]، ويكون مقياس التغير هو فائدة الســندات الحكومية قصيرة الأجل في سوق معينة مثل سوق لندن ويسمى سعر (LIBOR) [4] .

ج. سندات لا تحمل سعر فائدة:

(ذات الكوبون الصـفري): وهي الســندات التي تباع بخصم على القيمة الاسمية (أي تباع بأقل من قيمتها الاسمية)، وفي يوم الاســتحقاق يسـترد المستثمر القيمة الاسمية لهذا السند ويمثل الفرق بين القيمة التي دفعت والقيمة المتحصــل عليها يوم الاســـتحقاق مقدار الفائدة التي يحققها.[5]

---

[1] عطية فياض، مرجع سبق ذكره، ص(213).

[2] عبد الغفار حنفي ورسمية قريقاص، مرجع سبق ذكره، ص(29).

[3] محمد صالح الحناوي وجلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص(49).

[4] LIBOR London Inter-bank Offering Rate

[5] عبد النافع عبد الله الزراري وغازي توفيق فرح، مرجع سبق ذكره، ص(166) .

د. سندات الدخل:

يشترط هذا النوع من السندات أن تدفع الفوائد عندما تحقق الشركة المصدرة أرباحا أي أنه لا يوجد التزام بدفع الفوائد إلا إذا حققت الشركة أرباحا [1]، على أن يحصل حامل السند على الفوائد عن السنوات التي لم تحقق فيها أرباحا من أرباح السنة اللاحقة. [2]

هـ. سندات المشاركة:

وهي نوع من السندات تعطي المستثمر الحق في أرباح الشركة إضافة إلى الفوائد الدورية، وتصدر سندات المشاركة من قبل الشركات التي تعاني من وضع ائتماني ضعيف لأنها لم تستطع الحصول على أموال لتبقى مستمرة إلا بهذه الطريقة، والجدير بالملاحظة أن حملت الأسهم العادية في هذه الشركة يعارضون إصدار هذه السندات لأنهم يفضلون الاحتفاظ بالأرباح لأنفسهم. [3]

و. سندات مرتبطة العوائد بمقاييس معينة :

وهي السندات التي يرتبط عائدها إما بأرقام قياسية معينة مثل معدل الإنتاجية، متوسط الأسعار، منتجات الشركة، الرقم القياسي للأسعار، ففي هذه الحالة مثلا يكون معدل الفائدة لهذا السند 6% ويكون في العقد إذا ارتفع سعر المنتوج بنسبة 50% فان سعر الفائدة يصبح 9% [4] ، ويمكن أن تكون السندات مرتبطة بالمؤشرات مثلا أن يرتبط سعر الفائدة الخاص السندات بتغير مؤشر معين قد يكون مؤشر مستوى المعيشة أو مؤشر مستوى أسعار التجزئة أو مستوى أسعار الجملة أو مستوى أسعار مجموعة من السلع، أو معدل التضخم أو عدة مؤشرات أخرى وذلك من أجل المحافظة على القوة الشرائية للسند [5] .

---

[1] سعيد عبيد توفيق، مرجع سبق ذكره، ص(51).

[2] عبد الغفار حنفي وسمية قريقاص، مرجع سبق ذكره، ص(29).

[3] عبد النافع عبد الله الزراري وغازي توفيق فرح، مرجع سبق ذكره، ص(166) .

[4] ضياء مجيد الموساوي، مرجع سبق ذكره، ص(35) .

[5] محفوظ جبار: سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الثاني، الاوراق المالية المتداولة في البورصات والاسواق المالية،دار هومة، الطبعة الاولى-الجزائر- 2003، ص(59 ، 60).

ز. سندات ذات النصيب:

وهي سندات لها الحق في فائدة ثابتة سنويا ويحصل بعض حملتها والذين يعينون سنويا بالقرعة على جوائز مالية كبيرة [1]، وذلك من أجل التحفيز للاكتتاب فيها.

ح. سندات بفائدة متزايدة:

وهي السندات التي تصدر بسعر فائدة منخفض عن المستوى المتاح في الأسواق المالية – في الغالب – إلا أن السعر يجري تصعيده تدريجيا حتى يصل في تاريخ معين إلى أخر معدل تم تحديده مسبقا لسعر الفائدة ويصبح السعر منذ ذلك الحين ثابتًا.

5. من حيث عملة الإصدار:

من حيث هذا المعيار نجد:

أ. سندات محلية:

وهي السندات التي يصدرها القطاع العام والخاص بالعملة الوطنية ويجرى تداولها بالسوق المالية المحلية. [2]

ب.سندات دولية:

وهي السندات التي تصدر في بلد ما لصالح مقترض أجنبي وهي على نوعين:

- **سندات الأورودولار**: وهي السندات التي يصدرها المقترضون المنتمون لدولة معينة خارج حدود دولتهم في سوق رأس المال لدولة أخرى وبعملة تختلف عن عملة الدولة التي تم فيها طرح هذه السندات.
- **سندات أجنبية**: وهي السندات التي يصدرها المقترضون المنتمون لدولة معينة خارج حدود دولتهم في أسواق رأس المال لدولة أخرى وبعملة نفس الدولة التي طرحت فيها السندات.

6. من حيث الضمان:

مع العلم أن سندات الحكومة مضمونة بحالة اقتصاد البلد.

---

[1] صلاح السيد جودة، مرجع سبق ذكره، ص(183).

[2] محمد بن مسلم الرادي: إدارة البنوك الإسلامية بعد عولمة أسواق المال ، المنظمة العربية للتنمية الإدارية ، بحوث ودراسات ومنشورات المنظمة، الطبعة الثانية –مصر- 2005 ، ص(65).

أ. **سندات غير مضمونة:**

وهي على نوعين:

❖ **سندات غير مضمونة في الاستحقاق:** وهي السندات العادية.

❖ **سندات غير مضمونة في التصفية:** وتسمى سندات التسليف متأخرة الرتبة، وهي سندات غير مضمونة في حالة تصفية الشركة، حيث تكون درجة استحقاق حاملي هذه السندات في أصول الشركة أقل من الدائنين الآخرين، وفي المقابل يكون سعر فائدتها مرتفعًا لتعويض المستثمرين في حالة التصفية. [1]

ب.السندات المضمونة:

وهي على نوعين:

❖ **السندات المضمونة بأصل وتسمى سندات الرهن:** وهي سندات مضمونة بأصل ثابت كالأرض أو العقار أو الآلات وتستوفي قيمتها عند التصفية من أصل الضمان [2]، لذلك يجب أن يكون الأصل المرهون أعلى قيمة من قيمة السندات وتلجأ إليها الشركة في حالة زعزعة سمعتها.

❖ **سندات مضمونة بواسطة هيئات خارجية:** ويكون الضمان سواء من ناحية قيمة السند أو الفائدة الدورية، وغالبا ما تكون الهيئة الضامنة إحدى الهيئات الحكومية أو البنوك ذات السمعة العالية. [3]

7. من حيث اجلها:

و هنا يعتمد على مدة أجلها كمقياس وهي على ثلاثة أنواع: [4]

أ. **سندات قصيرة الأجل:**

وهي السندات التي لا يتجاوز أجلها عاما واحدا وهي محبذة من طرف المستثمرين.

---

[1]- برايان كويل، مرجع سبق ذكره ، ص(34).

[2] سعيد توفيق عبيد، مرجع سبق ذكره ، ص(51).

[3] السيد جودة، مرجع سبق ذكره ، ص(183).

[4]- أحمد بن محمد الخليل، مرجع سبق ذكره ، ص(90 ،91).

ب.سندات متوسطة الأجل:

وهي السندات التي تتجاوز السنة ولا تتجاوز السبع (07) سنوات على حسب من أصدرها، وتكون فائدتها أعلى من الفائدة التي تعطى على السندات، قصيرة الأجل .

ج. سندات طويلة الأجل:

وهي السندات التي يزيد أجلها عن سبعة (07) أعوام وتعتبر أداة تمويلية طويلة الأجل، لذا تتداول في سوق رأس المال، وتصدر بمعدلات فائدة أعلى من تلك الصادرة بالأجلين القصير والمتوسط ومن الأمثلة عليها السندات العقارية.

8. **من حيث شكلها:** [1]

أ. سندات اسمية أو مسجلة:

وتكون كذلك متى حمل السند اسم مالكه وسجل أيضا في سجل المصدر.

ب. سندات لحاملها:

وتكون كذلك متى خلا السند من اسم المستثمر (حامله) وتتداول بالمناولة.

ثانيا: نماذج تقييم السندات

تعتبر عملية تقييم السندات أسهل من عملية تقييم الأسهم العادية والأسهم الممتازة، ويعود السبب في ذلك إلى سهولة ودقة تحديد وتقدير التدفق النقدي الناتج عن الاستثمار في السندات والمتمثل بمقدار الفوائد الدورية الثابتة والمعروفة.

إن قيمة السند سوف تتقلب ارتفاعا أو انخفاضا وفق التغير في أسعار الفائدة، فعندما ترتفع أسعار الفائدة فإن القيمة الحالية للسند سوف تنخفض نظرا لانخفاض القيمة الحالية للتدفقات النقدية على السند والعكس صحيح تماما .يستلزم تحديد قيمة السند في أي فترة في المستقبل معرفة :[2]

1. عدد الفترات المتبقية من عمر السند حتى تاريخ الاستحقاق؛

[1]- محمد مطر، مرجع سبق ذكره ، ص(223) .

[2] الجوزي غنية: أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسات وتمويل تطورها، رسالة ماجستير، فرع مالية المؤسسة، تسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية والتسيير، جامعة الجزائر3، 2011-2012، ص(117).

2. القيمة الاسمية للسند ؛
3. سعر الفائدة على السند؛
4. معدل سعر الفائدة السوقية للسندات المتشابهة الخطر وهو يمثل معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر بالسندات

هذه المجموعة من المتغيرات هي الأساس لتحديد القيمة الحالية للسند أي قيمته السوقية ولذلك معادلة قيمة السند تكون من خلال أسعار فائدة سنوية أو نصف سنوية.

I. نموذج تقيم السندات مع أسعار فائدة سنوية :

وهنا التقييم يكون على سندات أصدرت بفائدة تحسب على أساس سنوي:

$$P = \sum_{t=0}^{n} \frac{I}{(1+K_s)^n} + \frac{M}{(1+K_s)^n}$$

بحيث:

P: القيمة الحالية للسند.

K: معدل الخصم.

I: الفائدة المدفوعة سنويا.

M: القيمة الاسمية للسند المطلوب في الفترة n.

n: فترة الاحتفاظ بالسند.

مثال:

إذا كانت لديك المعلومات التالية حول سند معين

K: 14%

I: 8%

M: 1000دج

n: سنتين

المطلوب :

ماهي القيمة الحقيقية التي يجب أن يشترى بها السند

الحل:

$$P = \sum_{t=0}^{n} \frac{I}{(1+K_s)^n} + \frac{M}{(1+K_s)^n}$$

$$P = \frac{0.08}{(1+0.14)^1} + \frac{0.08}{(1+0.14)^2} + \frac{1000}{(1+0.14)^2} = 769.599$$

II. نموذج تقيم السندات مع أسعار فائدة نصف سنوية :

وهنا التقييم يكون على سندات أصدرت بفائدة تحسب على أساس نصف سنوي:

في حالة ان الفوائد تدفع على السندات على أساس نصف سنوي، فان نقوم بما يلي:

- نحول سعر الفائدة السنوي إلى سعر فائدة نصف سنوي بالقسمة على 2.
- نضرب عدد السنوات حتى فترة الاستحقاق في 2.
- نعدل مبلغ الفوائد السنوي بقسمته على 2.

$$P = \sum_{t=0}^{n} \frac{I}{(1+K_s)^n} + \frac{M}{(1+K_s)^n}$$

بحيث:

P: القيمة الحالية للسند.

K: معدل الخصم.

I: الفائدة المدفوعة لكل نصف سنة.

M: القيمة الاسمية للسند المطلوب في الفترة n.

n: فترة الاحتفاظ بالسند مقدرة بمدة نصف سنوية.

مثال:

إذا كانت لديك المعلومات التالية حول سند معين :

K: 14%

I: 5%

M: 1000دج

n: 4

المطلوب :

ماهي القيمة الحقيقية التي يجب أن يشترى بها السند

الحل:

$$P = \sum_{t=0}^{n} \frac{I}{(1+K_s)^n} + \frac{M}{(1+K_s)^n}$$

$$P = \frac{0.05}{(1+0.14)^1} + \frac{0.05}{(1+0.14)^2} + \frac{0.05}{(1+0.14)^3} + \frac{0.05}{(1+0.14)^4} + \frac{1000}{(1+0.14)^4} = 592.225$$

خلاصة الجزء الثاني:

سوق الأوراق المالية سوق تتميز باتساعها وعمقها، الامر الذي يحتم على المتسمرين الذين يستثمرون أموالهم في هذه السوق معرفة مكونات السوق وأدواته وطرق التعامل بها ومتى الدخول والخروج من السوق، وهل السعر المعلن في السوق هو سعر سوقي فقط أو أنه يعكس السعر الحقيقي ولا تكون الإجابة الا إذا علمنا هل أن الأدوات المتداولة فيها مقيمة بقيمة عادلة تعكس المطلوب من الأرباح لدى المستثمر، ولا يمكن معرفة هذا الامر الا من خلال نماذج التقييم اما للاسهم أو للسندات وتختلف النماذج باختلاف المعطيات المتواجدة وتقوم النماذج على عدة عناصر أهمها العائد والمخاطر، هذا يجب على المستثمر التوازن بين هذين العنصرين الاساسين في السوق، كما أنه تجرى في السوق عمليات مختلفة اما من حيث الزمن أو من خلال إتمام العقود ويمكن أن تستعمل هذه العمليات في التغطية من المخاطر أو تحقيق أرباح إضافية.

وفي الأخير إن الالمام بنماذج التقييم يتطلب منا البحث أكثر في هذه السوق ولزيادة معرفتنا حول السوق يمكننا الاطلاع أكثر على أسس التحليل الأساسي والتحليل الفني.

قائمة المراجع:

أولا : المعاجم.

1. ابن منظور: لسان العرب، المجلد الثالث، جزء الرابع والعشرين، باب السين، مادة سوق، دار المعارف –القاهرة- دون سنة نشر.

ثانيا : الكتـــــــب .

1. أحمد بن محمد الخليل: الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، أطروحة لنيل شهادة الدكتورة، دار ابن الجوزي ، الطبعة الثانية –السعودية- 1426هـ.
2. أحمد على السالوس: الاقتصاد الإسلامي والقضايا الفقهية المعاصرة ،دار الثقافة - الدوحة - 1998.
3. أحمد محي الدين أحمد: أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، سلسلة صالح كمال للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، مجموعة دالة البركة، الكتاب الثاني – جدة - 1415/ 1995.
4. أرشد فؤاد التميمي: أسامة عزمي سلامة، الاستثمار بالأوراق المالية، تحليل وإدارة، دار المسيرة -عمان- 2004.
5. اسماعيل أحمد الشناوي وعبد المنعم مبارك : اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية ، الدار الجامعية – الإسكندرية –2002.
6. أشرف محمد دوابة: نحو سوق مالي إسلامي، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة –مصر- 2006.
7. أنور مصباح سوبره: شركات استثمار الأموال من منظور إسلامي، رسالة أعدت لنيل درجة الماجستير في الدراسات الإسلامية، رسالة منشورة، مؤسسة الرسالة للنشر- لبنان- 2004.
8. برايان كويل: نظرة عامة على الأسواق المالية، إعداد قسم الترجمة بدار الفاروق، دار الفاروق للنشر والتوزيع ، الطبعة العربية الأولى –مصر- 2006 .

9. بن الضيف محمد عدنان : مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية ،دار النفائس للطباعة والنشر والتوزيع – عمان ، الأردن – 2013 .
10. حسين بني هاني: الأسواق المالية طبيعتها، تنظيمها ، أدواتها المشتقة، بدون دار النشر - عمان - 2002.
11. حسين شحاتة وعطية فياض: الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية -البورصة-، دار الطباعة للنشر الإسلامية – مصر- 2001.
12. حمد مطر: إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر، الطبعة الثالثة - الأردن - 2004.
13. خالد وهيب الراوي: الاستثمار مفاهيم، تحليل، استراتيجية ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى- عمان- 1999.
14. خليل أحمد الكايد : الإدارة المالية الدولية والعالمية التخليل المالي والاقتصادية ، دار كنوز للمعرفة العلمية للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى ـ عمان ، الأردن ـ 2010.
15. خليل الهندي ،أنطوان الناشف ، العمليات المالية والسوق المالية ، المؤسسة الحديثة للكتاب، الجزء الثاني -لبنان- 2000 .
16. زياد رمضان : مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى –عمان، الأردن- 2008.
17. سامى يوسف كمال محمد : الصكوك المالية الإسلامية الأزمة المخرج، ملتزم الطبع والنشر الطبعة الأولى – القاهرة، مصر - 2010.
18. سعد عبد الحميد مطاوع : الأسواق المالية المعاصرة ،مكتبة أم القرى للنشر - المنصورة ، مصر -2001 .
19. سعيد توفيق عبيد : الاستثمار في الأوراق المالية ،مكتبة عين شمس للنشر – القاهرة ، مصر – 1999 .
20. السيد متولي عبد القادر: الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر للنشر والتوزيع – عمان، الأردن – 2010 .
21. شاكر القزويني : محاضرات في اقتصاد البنوك ، ديوان المطبوعات الجامعية - الجزائر -2008 .

22. شعبان محمد إسلام البرواري: بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر – دمشق- 2002.
23. صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية: الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح، الطبعة الأولى، عالم الكتب –القاهرة- 2003.
24. صلاح السيد جودة: بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية – الإسكندرية- 2000.
25. ضياء مجيد الموسوي: البورصات أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، منشورات image -دون بلد نشر- 1998.
26. طارق عبد العال: دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية – مصر- 2005.
27. الطاهر لطرش : تقنيات البنوك ، ديوان المطبوعات الجامعية – بن عكنون ، الجزائر -2010 .
28. عاطف وليم اندراوس: السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة – الإسكندرية- 2005.
29. عبد الغفار حنفي: أساسيات الاستثمار في البورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية – الإسكندرية- 2005.
30. عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص: أسواق المال-بورصات، مصارف، شركات تأمين، شركات استثمار، دار الجامعة الجديدة للنشر – الإسكندرية- 2003.
31. عبد الله بن محمد بن عبد الله العمراني: العقود المالية المركبة، كنوز اشبيليا – السعودية- 2006.
32. عبد النافع عبد الله الزراري: غازي توفيق فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر – عمان- 2001.
33. عبد علي الجارحي: الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام الإدارة المالية في الإسلام، المجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية مؤسسة آل البيت، الجزء الأول – عمان- 1989.

34. عطية فياض: سوق الأوراق المالية في الميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات – مصر- 1998.
35. عمار عمورة: الوجيز في شرح القانون التجاري الجزائري، دار المعرفة – الجزائر- 2000.
36. فريد النجار: البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة - الإسكندرية - 2004 .
37. فليح حسن خلف: الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث - الأردن- 2006.
38. فهد بن عبد الله حامد الحويماني : المال والاستثمار في الأسواق المالية ،دار الهلال للطباعة و للنشر ، الطبعة الثانية - المملكة العربية السعودية -2006 .
39. فيصل فارس : التقنيات البنكية محاضرات وتقنيات ،مطبعة الموساك رشيد ، الجزء الأول القبة - الجزائر - 2013.
40. فيصل محمود الشواورة : الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعملية، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى ـ عمان ، الأردن ـ 2008.
41. قيصر عبد الكريم الهيتي: أساليب الاستثمار الإسلامي وآثارها على لأسواق المالية البورصات، درا رسلان للطباعة والنشر والتوزيع – سوريا- 2006.
42. مايكل بيكيت: كيف تعمل البورصة دليل المستثمر الصغير، إعداد قسم الترجمة بدار الفاروق، دار الفاروق للنشر والتوزيع- مصر- دون سنة نشر.
43. مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان : أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز أشبيليا للنشر، الجزء الأول -الرياض، المملكة العربية السعودية -2005.
44. محمد إبراهيم أبو شادي : البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق ، الطبعة الأولى ، دار النهضة العربية – القاهرة –2000.
45. محمد أحمد الأفندي : النقود والبنوك ،دار الكتاب الجامعي، الطبعة الأولى – صنعاء ،اليمن - 2009 .
46. محمد بن مسلم الردادي: إدارة البنوك الإسلامية بعد عولمة أسواق المال، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، بحوث ودراسات ومنشورات المنظمة، الطبعة الثانية –مصر- 2005.
47. محمد صالح الحناوي وجلال إبراهيم العبد : بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق ،الدار الجامعية - مصر - 2005 .

48. محمد صالح الحناوي: جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية – مصر- 2005.
49. محمد عبده محمد مصطفى: سلسلة دليل صناع القرار رقم 05، كيفية التعامل في البورصة والأوراق المالية، مركز القرار الاستثماري – القاهرة- 1998.
50. محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات و الأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الطبعة الأولى، الدار الجامعية- الإسكندرية- 1998.
51. محمد عوض عبد الجواد: علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة أسهم، سندات، أوراق مالية ، دار حامد للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية – الأردن- 2006.
52. محمد فرح عبد الحليم : السواق المالية والبورصات ،مركز جامعة العلوم والتكنولوجيا للكتاب الجامعي ، الطبعة الثانية - صنعاء ، اليمن - 2013.
53. محمد مطر : إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية ، دار وائل للنشر ،الطبعة الثالثة – عمان، الأردن – 2004 .
54. محمود محمد الداغر: الأسواق المالية مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع -الأردن عمان- 2005.
55. مدحت صادق: النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبية، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع ، القاهرة ، الطبعة الأولى– عمان ، الأردن – 1997.
56. مروان عطون: الأسواق المالية و النقدية البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال، الجزء الأول: أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993.
57. منير إبراهيم هندي : الأوراق المالية وأسواق راس المال، منشأة المعارف للنشر – الإسكندرية، مصر – 1999.
58. منير إبراهيم هندي : شبهة الربا في البنوك التقليدية و الإسلامية دراسة اقتصادية وشرعية ، دار النهضة العربية – الإسكندرية – 2000.
59. منير إبراهيم هندي: أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، منشأة المعارف – مصر- 2005.

60. هوشيار معروف كاكا مولا: الاستثمارات والأسواق الماليةدار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى - عمان، الأردن- 2003.

ثالثا : الرسائل العلمية.

1. الجوزي غنية: أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسات وتمويل تطورها، رسالة ماجستير، غير منشورة، فرع مالية المؤسسة، تسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية والتسيير، جامعة الجزائر 3 –الجزائر- 2012/2011.
2. سماري ابتسام،: أثر تداول المشتقات المالية على أداء السوق المالي دراسة حالة السوق المالي الفرنسي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر –الجزائر- 2006/2005.
3. فؤاد عبد الحميد النواجحة: قدرة نماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، دراسة تحليلية مقارنة، رسالة ماجستير ، غير منشورة ، تخصص محاسبة وتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية - غزة، فلسطين- 2016
4. وليد أحمد صافي: سوق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية حالة تطبيقية سوق عمان المالي، رسالة لنيل شهادة ماجستير، غير منشورة في العلوم الاقتصادية، فرع نقود وتمويل-جامعة الجزائر (1996-1997).

رابعا : المجلات والدوريات المحكمة .

1. مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية لكلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد الثالث جوان 2008.
2. مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1 ،العدد 05 ـ سطيف ، الجزائر ـ 2005.
3. مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، السنة التاسعة، العدد التاسع والعشرون، دون سنة نشر.

خامسا: الملتقيات والمؤتمرات الدولية .

1. أحمد بوراس، سعيد بريكة، كفاءة الأسواق العربية وتمويل الاقتصاد بالجزائر، بحث مقدم للملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات – دراسة حالة الجزائر والدول النامية –بسكرة، الجزائر- يومي: 21-22/ نوفمبر/ 2006.
2. زيدان محمد، نورين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر، بحث مقدم للملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات – دراسة حالة الجزائر والدول النامية –بسكرة، الجزائر- يومي: 21-22/ نوفمبر /2006.
3. عصام أبو النصر، الحكم الشرعي في تملك الأسهم وكيفية تطهير أسهم الشركات التي أختلط فيها الحلال بالحرام، بحث مقدم للمؤتمر السنوي العلمي الخامس عشر، سوق الأوراق المالية والبورصات أفاق وتحديات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون – العين، جامعة الإمارات العربية المتحدة - يومين 15-17 مايو 2006.
4. مؤتمر الأسواق المالية الإسلامية نحو مؤشرات مالية بديلة عن معدل الفائدة ، المنعقد بجامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية ـالرياض، المملكة العربية السعودية ـ 1 و 2 ماي 2007.

سادسا : المواقع الإلكترونية .

1. https://www.abjjad.com.
2. https://www.iosco.org.
3. https://www.iosco.org.
4. http://www.bis.org.
5. https://www.imf.org.
6. http://www.globalresearch.ca.
7. http://www.vanderbilt.edu.
8. http://www.raya.com.

9. http://www.fxcm.com.
10. http://www.sasapost.com.
11. www://kantakji.com
12. http://ar.tradimo.com
13. http://mostasmer.com